

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

JUIN 2006

DOSSIER

**BALANCE DES PAIEMENTS
ET POSITION EXTÉRIEURE**

150

PARU en mai 2006

Huitième numéro de la
Revue de la stabilité financière
de la Banque de France



SOMMAIRE

|AVANT-PROPOS

|CHRONIQUE

Sommaire

Vue d'ensemble

Environnement international et marchés

Secteur financier

|ÉTUDES

Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation

La liquidité de marché et sa prise en compte
dans la gestion des risques

Productivité et prix des actifs boursiers

Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière :
l'apport d'une approche par les capitaux propres nets
en risque – ou *net worth at risk*

Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie

Les implications de la globalisation pour la stabilité financière

Support de réflexion et d'échanges avec les professionnels de la finance – praticiens, chercheurs et, plus généralement, l'ensemble des observateurs du système financier – la Revue de la stabilité financière rassemble des contributions d'unités de la Banque de France ainsi que des travaux d'autres institutions.

Cette revue est composée de deux volets. Une chronique propose une lecture des tendances et faits ayant marqué le système financier au cours de la période récente, en faisant ressortir les facteurs de risque ou de vulnérabilité sous-jacents aux évolutions de l'environnement international, des marchés de capitaux et du secteur financier. Elle est suivie par une série d'articles dont les thèmes illustrent le champ très large des questions ayant trait à la stabilité financière.

La revue, éditée en français et en anglais, est accessible gratuitement sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr). Des exemplaires sur papier peuvent être obtenus, sur demande, dans la limite des stocks disponibles.

SOMMAIRE

ÉDITORIAL	■	Productivité : L'Europe prend du retard par rapport aux États-Unis	
ACTUALITÉ	■	Sommaire	I
		Focus : Augmentation générale, mais différenciée, de la volatilité des marchés lors des turbulences financières récentes	2
ÉTUDES	■	Sommaire	21
		Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés Renaud BOURLÈS, Université de la Méditerranée Gilbert CETTE, Banque de France et Université de la Méditerranée <i>L'estimation de la productivité horaire « structurelle » permet une lecture originale des inflexions de la productivité aux États-Unis et du phénomène de rattrapage, sur les dernières décennies, de son niveau par les autres pays industrialisés.</i>	23
		Dossier : Les grands traits de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005	31
		• La balance des paiements en 2005 Patrick BRANTHOMME, Jean-Guillaume POULAIN, Banque de France <i>Le solde des transactions courantes s'est fortement dégradé pour atteindre – 1,6 % du PIB. Les investissements directs ont enregistré un rebond significatif.</i>	33
		• La position extérieure de la France à fin 2005 Nadine GUILLAUME, Dominique NIVAT, Banque de France <i>L'augmentation rapide des avoirs et des engagements de la position extérieure reflète l'internationalisation de l'économie française. L'amélioration de la position nette résulte essentiellement de l'évolution des devises.</i>	45
		Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 Évelyne FAM, Banque de France <i>L'activité est restée très soutenue et progresse, en dépit de l'augmentation des prix des biens immobiliers constatée au cours des deux dernières années.</i>	53
STATISTIQUES	■	Sommaire	59
DIVERS	■	Abréviations	I
		Documents publiés	III
		Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 90 de juin 2006	XI
		Coupon-abonnement	XIII

Achévé de rédiger le 21 juin 2006

Site internet : www.banque-france.fr

Productivité : l'Europe prend du retard par rapport aux États-Unis

Sur longue période, les évolutions de la productivité déterminent celles du PIB par habitant. On sait que le niveau de la productivité *horaire* du travail est très proche, voire même supérieure dans plusieurs pays européens, dont la France, à celle des États-Unis. Mais, parce que la durée du travail et/ou le taux d'emploi sont plus élevés aux États-Unis, le PIB par habitant y est très nettement supérieur à celui de l'Europe.

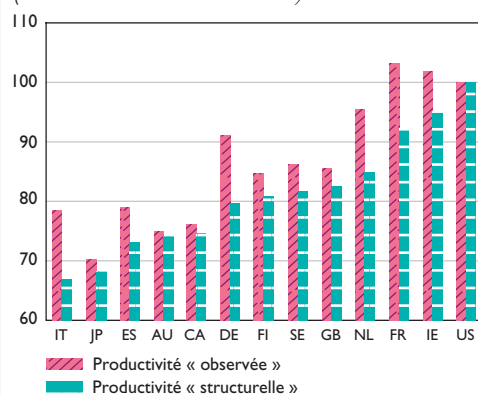
Ce constat, toutefois, ne dit rien sur la productivité « structurelle », celle qui dépend, notamment, de la technologie et de sa diffusion. Pour cela, il faut approfondir l'analyse et voir comment la durée du travail et le taux d'emploi influencent la productivité. On en déduit, par différence, l'évolution de la productivité structurelle.

Des travaux économétriques récents, dont ceux développés à la Banque de France, montrent que les rendements de la durée du travail et du taux d'emploi sont décroissants : augmenter les taux d'emploi ou allonger la durée du travail réduit la productivité *horaire* moyenne. Ceci explique que, avec une moindre durée du travail et/ou un taux d'emploi plus faible, l'Europe affiche une productivité horaire plus forte. Mais on peut corriger la productivité horaire « observée » par l'effet de ces écarts de durée du travail et de taux d'emploi. On voit alors que, à l'exception de certains petits pays très spécifiques (Norvège par exemple), la productivité « structurelle » est, dans tous les pays européens, inférieure à celle des États-Unis. Ce pays définit donc toujours « la frontière technologique » vis-à-vis de laquelle se positionnent les autres pays (cf. graphique 1). L'écart entre notre niveau de vie économique et celui des États-Unis s'explique ainsi, non seulement par une durée du travail et un taux d'emploi plus bas, mais aussi par un niveau de productivité « structurelle » plus faible.

Depuis le début ou le milieu de la décennie quatre-vingt-dix, selon les pays, la dégradation relative de l'Europe vis-à-vis des États-Unis est plus importante pour la productivité « structurelle » que pour la productivité « observée ». Elle s'explique à la

Graphique 1 Productivités horaires « observée » et « structurelle » (niveaux)
Champ : ensemble de l'économie

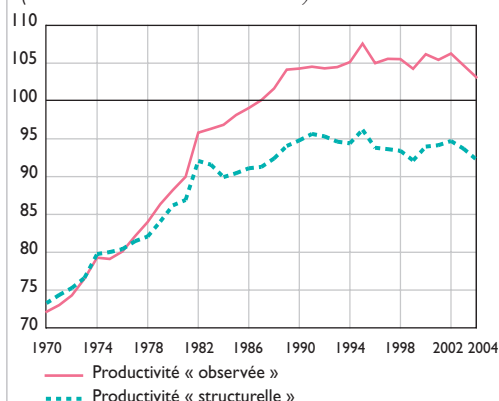
(en % du niveau des États-Unis)



Sources : OCDE (productivité observée), Banque de France (productivité structurelle)

Graphique 2 Productivités horaires « observée » et « structurelle » en France
Champ : ensemble de l'économie

(en % du niveau des États-Unis)



Sources : OCDE (productivité observée), Banque de France (productivité structurelle)

fois par une accélération de la productivité aux États-Unis et un ralentissement de la productivité dans presque tous les autres pays. En France, depuis 1990, la productivité « structurelle » tend à se dégrader tandis que la productivité « observée » fluctue autour d'un niveau assez stable (cf. graphique 2).

L'arrêt de la dégradation de la productivité « structurelle » vis-à-vis des États-Unis suppose, en Europe continentale et en France, la mise en œuvre de réformes, sur le marché des biens et du travail, susceptibles de dynamiser les performances productives des facteurs de production. De telles réformes et des efforts de formation appropriés sont, par exemple, indispensables pour bénéficier des gains de performances associés à la mobilisation optimale des technologies de l'information et de la communication, qui nécessite souvent des formes de flexibilité et des niveaux de qualification de la main-d'œuvre spécifiques.

Focus	2
Augmentation générale, mais différenciée, de la volatilité des marchés lors des turbulences financières récentes	2
Faits saillants du mois	4
I La situation économique de la France	5
1 1 La croissance et les prix	5
1 2 La balance des paiements	9
2 La monnaie, les placements et les financements	11
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	11
2 2 L'endettement intérieur total — France	12
2 3 L'endettement sur les marchés	12
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	12
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	13
2 6 Les flux de souscriptions des OPCVM	14
3 Les marchés de capitaux	15
3 1 Les marchés de change et de matières premières	15
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	16
3 3 Les marchés boursiers	17

ENCADRÉS

1 Compétitivité de l'économie française	6
2 Zone euro et évolution récente de l'environnement international	8
3 Structure et évolution des PEA au premier trimestre 2006	13
4 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en mai 2006	14
5 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	19

Focus

Augmentation générale, mais différenciée, de la volatilité des marchés lors des turbulences financières récentes

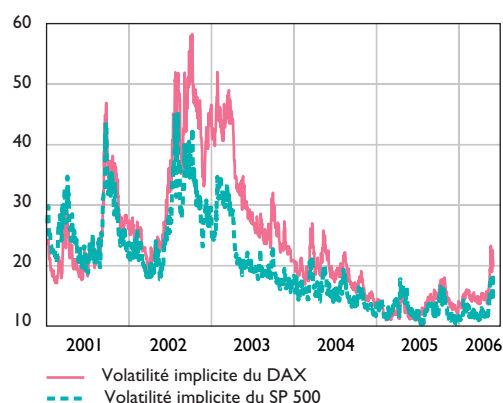
Le mois de mai a été marqué par des turbulences financières qui ont affecté certains marchés boursiers et de change en particulier. Ces turbulences ont entraîné des corrections dans les prix des différents actifs (actions, change, taux). Elles se sont également accompagnées d'une hausse des volatilités dont l'analyse, dans ses différentes dimensions (historique et implicite, à court et à long termes), est importante du point de vue de la stabilité financière. En témoignent deux exemples récents¹.

Les marchés actions

Sur la plupart des segments de marché, la volatilité implicite² avait atteint des niveaux historiquement bas au début du premier trimestre 2006. Une inflexion significative a été observée mi-mai, avec une augmentation forte sur les indices boursiers des pays développés. La volatilité à 1 mois sur l'indice DAX allemand est passée de 15 % à 21,5 %, après avoir connu un pic à 22,6 %. De même, la volatilité tirée des options sur les contrats de l'indice SP 500 a atteint 16,4 %, contre 11,6 % en début de mois. Ces niveaux restent néanmoins très inférieurs à ceux constatés lors de la forte correction des marchés boursiers intervenue entre 2000 et 2002.

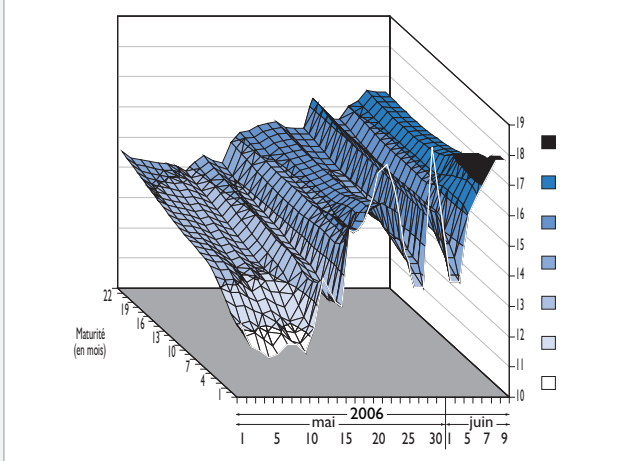
La hausse a été beaucoup plus marquée sur les anticipations de volatilité à court terme (1 mois) que sur les anticipations à plus long terme (12 à 24 mois)³. Les marchés actions semblent donc anticiper une période limitée de turbulence avant un retour à une situation plus stable.

Volatilité implicite (marchés actions)



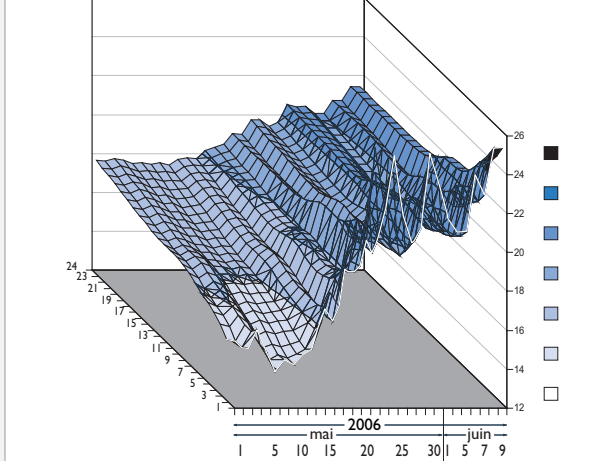
Courbe de volatilité implicite sur le Dow Jones EuroStoxx (maturité de 1 à 24 mois)

(taux en %, extraits des variances swaps)



Courbe de volatilité implicite sur le SP 500 (maturité de 1 à 24 mois)

(taux en %, extraits des variances swaps)



¹ Données au 10 juin 2006

² Tirée des prix des options

³ En témoignent depuis la mi-mai, à la fois une remontée et une inversion des courbes de volatilité implicite extraites des prix des variance swaps sur indices (SP 500 et EuroStoxx 50) pour des maturités allant de 1 mois à 24 mois.

Cependant, la volatilité moyenne des marchés pourrait demeurer plus élevée que sur les derniers mois. La volatilité évolue, en effet, généralement de manière assez cyclique. Il est donc difficile d'anticiper un retour à la configuration exceptionnelle du passé récent où elle se situait à des niveaux historiquement bas⁴.

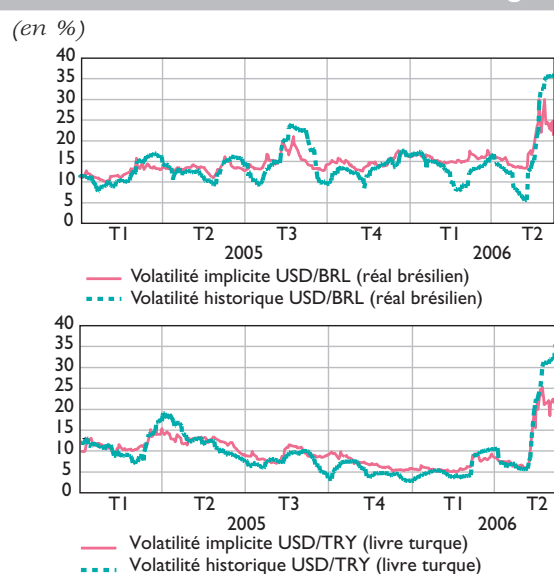
Les marchés de change

Les marchés des pays émergents ont enregistré la remontée de la volatilité la plus importante, associée à des dépréciations significatives de certaines de leurs devises. Il reste que les retraits des investisseurs se sont opérés de façon sélective : les pays présentant des déséquilibres structurels, notamment en termes de déficit de compte courant, ont souvent fait l'objet des mouvements les plus marqués. Ainsi, la volatilité implicite à 1 mois du couple dollar-livre turque a bondi début mai de 7,2 %, à un plus haut niveau de 28,7 %, alors que le dollar progressait de près de 20 % contre la livre turque. La volatilité implicite à l'horizon de 1 mois (reflétant les anticipations des investisseurs) a, certes, beaucoup augmenté mais elle se situe toutefois en retrait par rapport à la volatilité historique (réalisée), calculée sur les données quotidiennes du mois précédent. Cela pourrait signifier que les marchés anticipent une décrue de la volatilité de ses récents plus hauts niveaux.

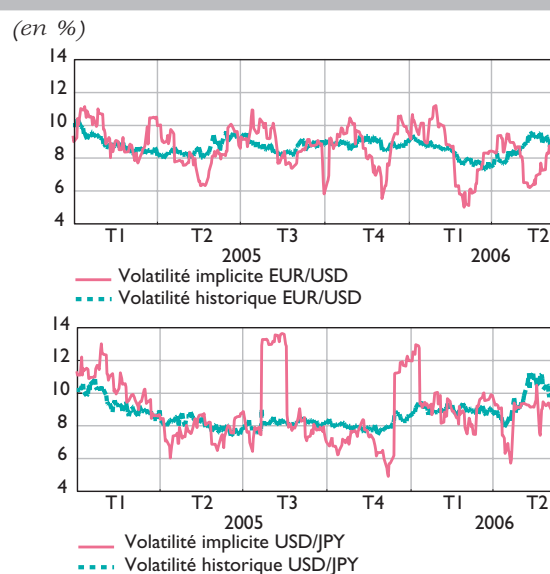
Sur les monnaies des principaux pays développés, la volatilité des taux et des change s'est également inscrite en hausse, mais dans une bien moindre ampleur. Si la volatilité à 1 mois du taux de change du dollar des États-Unis contre le yen est passée de 9,25 % à 10,4 % au courant du mois de mai, la hausse de la volatilité de l'euro contre le dollar a été moins marquée de 8,3 % à 9,2 %, soit un niveau proche de celui constaté en début d'année et très inférieur aux niveaux de début 2004. S'agissant des devises principales, leurs volatilités restent donc à des niveaux moyens. Les turbulences récentes n'ont, pour l'instant, pas touché cet élément clé des allocations de portefeuille et des dynamiques qui peuvent le plus affecter la stabilité financière globale.

L'ensemble de ces évolutions illustre cependant la nécessité, pour toutes les institutions financières, de mettre en place une gestion prospective du risque, leur permettant d'absorber des périodes où les dynamiques de marché s'inscrivent en rupture avec le passé récent, avec des volatilités, donc des risques, en hausse (mais aussi des évolutions différenciées, parfois de façon inattendue, suivant les marchés ou les instruments financiers).

Volatilités à 1 mois de deux devises émergentes



Volatilités à 1 mois des devises du G 3



4 Voir notamment les numéros de la Revue de Stabilité financière n° 7 et 8 de la Banque de France

Faits saillants du mois

La situation économique de la France

- En mai, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 111, après 106 en avril.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,7 % au deuxième trimestre.
- Le taux de chômage a baissé en avril, à 9,3 % de la population active.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté, en mai, de 0,4 % en variation mensuelle et de 2,4 % en glissement annuel.
- D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France*, l'indice des directeurs d'achats dans le secteur manufacturier est orienté à la hausse en mai, à 56,1, contre 55,3 en avril.
- Révision des données annuelles de la balance des paiements de la France. Le déficit courant s'établit, en 2005, à – 27 milliards d'euros (– 1,6 % du PIB).

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat M3 s'est renforcée en avril (8,8 %, après 8,5 % en mars), sous l'effet de l'accélération des autres dépôts monétaires (9,0 %, après 7,8 %).
- L'évolution de l'agrégat M3 a principalement pour contrepartie une nouvelle hausse du taux de la progression annuelle des concours au secteur privé (11,8 %, après 11,5 %).
- En France, la progression annuelle des crédits au secteur privé s'est également renforcée (12,3 %, après 11,6 %), très nettement pour les crédits au secteur financier, plus légèrement pour les crédits aux sociétés non financières (10,7 %, après 10,6 %) et les crédits aux ménages (12,0 %, après 11,8 %).

Les marchés de capitaux

- Dans un contexte marqué par un renforcement des anticipations de relèvement des taux directeurs dans la plupart des grandes zones économiques, le mois de mai a été caractérisé par un recul significatif de l'appétit au risque qui s'est traduit par :
 - un net rebond de la volatilité sur les principaux marchés ;
 - un net repli des marchés boursiers (en particulier dans certains pays émergents), les investisseurs privilégiant les classes d'actifs moins risquées ;
 - un recul des cours des matières premières, en particulier des métaux, sur des niveaux qui demeurent élevés ;
 - un coup d'arrêt à la baisse du dollar observée en avril.

I | La situation économique de la France

I | I La croissance et les prix

L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a baissé de 0,7 % en avril, après une hausse de 1,6 % en mars, consécutive à la baisse de l'ensemble de ses composantes et, en particulier, de la composante « industrie automobile » (– 1,8 %, après + 1,5 % en mars). Sur les trois derniers mois, par rapport aux trois mois précédents, la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a baissé de 0,3 %.

Selon l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires s'est redressé en mai, à 111, après 106 en avril. Les industriels interrogés indiquent au cours du mois de mai un rebond de la production qui touche l'ensemble des secteurs. Les carnets de commandes sont jugés plus garnis et les stocks se rapprochent de leur niveau jugé normal. Le taux d'utilisation des capacités de production se redresse et dépasse son niveau de longue période. Les perspectives de production, bien que toujours favorables, sont en retrait par rapport aux mois précédents. Un ralentissement est attendu dans l'automobile.

Selon l'enquête mensuelle dans les services de l'INSEE, la conjoncture est toujours favorablement orientée dans les services. L'indicateur synthétique se situe à 112, après 110 en avril. L'indicateur résumé de l'opinion des ménages se dégrade légèrement (– 30, après – 27 en avril).

L'indice des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier est orienté à la hausse en mai, à 56,1 contre 55,3 en avril. Il est au-dessus de son seuil d'expansion pour le douzième mois consécutif. De même, l'indicateur des directeurs d'achat dans le domaine des services est ressorti à 60,6, après 59,4 en avril ; il est au-dessus de son seuil d'expansion pour le trente-cinquième mois consécutif.

L'évolution des dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés a enregistré en mai une hausse de 0,6 % en variation mensuelle (après + 0,9 % en avril). Cette hausse s'explique essentiellement par l'évolution de la composante « biens durables » (+ 3,4 % en mai après – 0,8 %

en avril) et « biens d'équipement du logement » (+ 6,3 % en mai après – 2,4 % en avril). En revanche, les dépenses automobiles sont en baisse sur le mois (– 0,7 %) en phase avec la diminution des immatriculations de voitures particulières neuves (– 2,1 % en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables).

En glissement annuel, la consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 5,6 %. L'acquis de croissance pour le deuxième trimestre 2006 est de 1 %. Au premier trimestre la consommation manufacturée avait augmentée de 1,2 %.

Léger ralentissement de la construction de logements neufs en avril

Les mises en chantier de logements neufs sur les trois derniers mois par rapport aux trois mêmes mois de l'année précédente ont légèrement décéléré en avril, à 10,5 %, après 10,9 % en mars. Le rythme de progression reste toutefois soutenu.

Baisse du taux de chômage en avril

Le taux de chômage au sens du BIT poursuit sa baisse pour atteindre 9,3 % de la population active en avril, après 9,5 % en mars.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France, le produit intérieur brut progresserait de 0,7 % au deuxième trimestre 2006 ; l'acquis de croissance pour 2006 à la fin du deuxième trimestre serait de 1,6 %.

Maintien des tensions inflationnistes et croissance élevée du prix du Brent

En mai, l'indice du prix des matières premières importées par la France a baissé de 4,8 % sur le mois, après une hausse de 5,3 % en avril, portant ainsi le glissement annuel à 42,8 %, après + 45,5 % en avril.

La croissance des prix à la production dans l'industrie a accéléré en avril, à 0,6 % en variation mensuelle, après 0,4 % en mars (+ 3,6 % sur un an, mais + 1,4 % hors énergie et industries agricoles et alimentaires).

En mai, l'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 0,4 %, comme en avril, le glissement annuel passant de 2,0 % à 2,4 %.

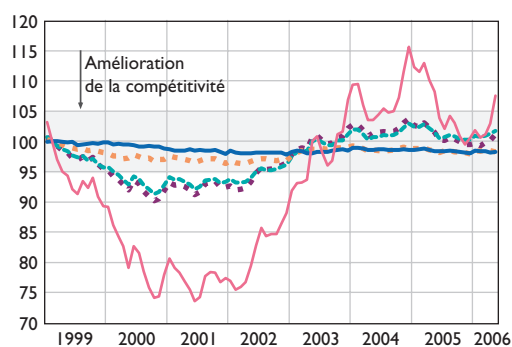
ENCADRÉ I

Compétitivité de l'économie française

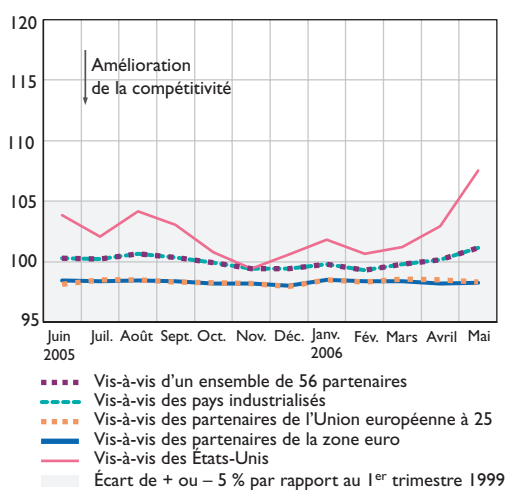
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



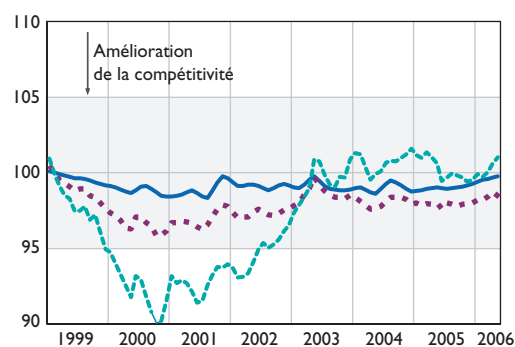
... sur un an



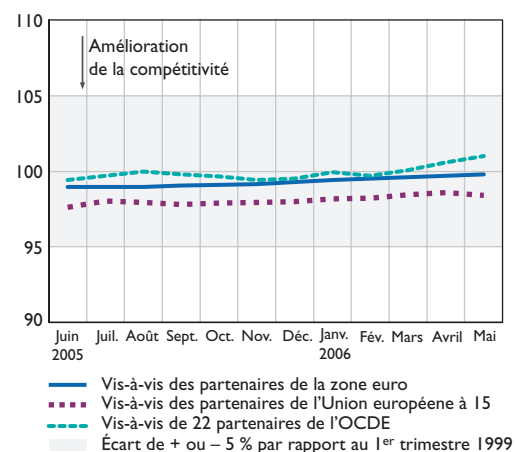
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an



Note : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

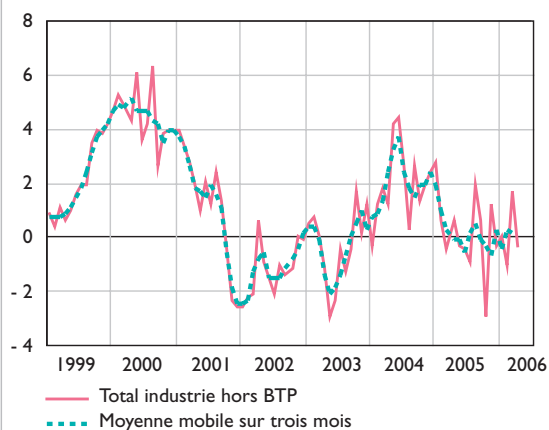
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

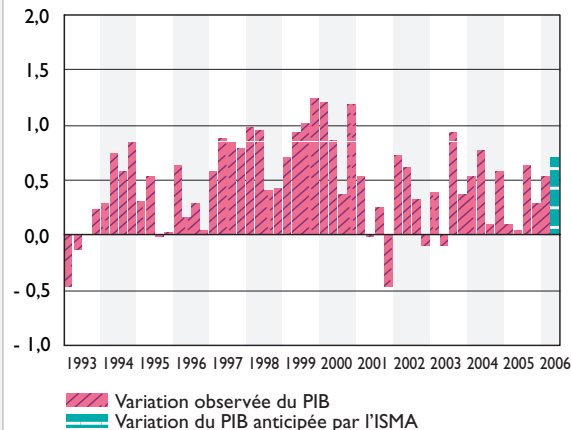
Production industrielle

(glissement annuel, en %)



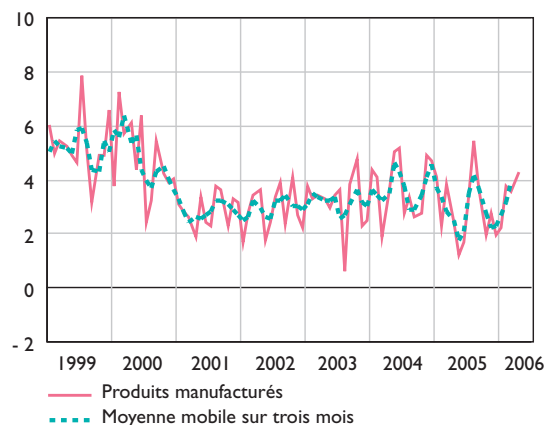
ISMA et PIB

(variation trimestrielle en %, cjo-cvs)



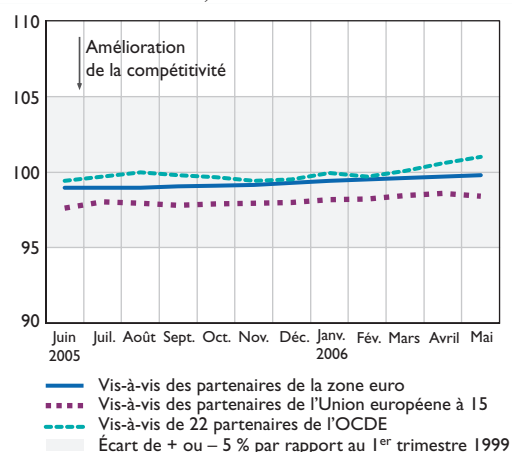
Consommation des ménages

(glissement annuel, en %)



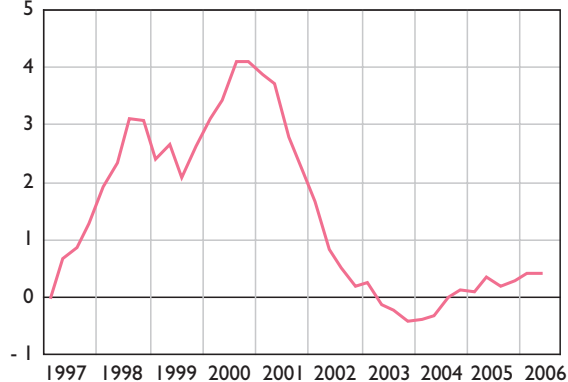
Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



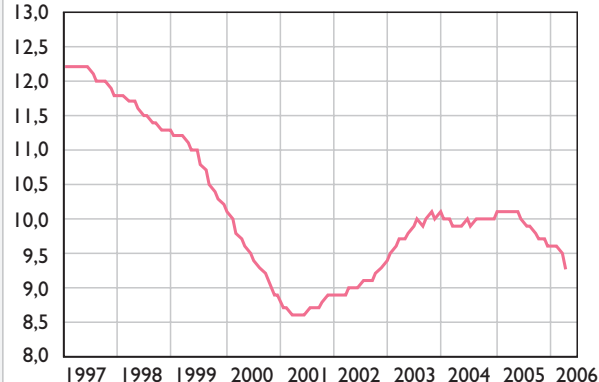
Effectifs salariés dans les secteurs concurrentiels

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT

(%, données cvs)



Sources : INSEE, Banque de France

ENCADRÉ 2

Zone euro et évolution récente de l'environnement international

États-Unis

- Réunion du FOMC du 10 mai 2006 : relèvement des **taux des fonds fédéraux** de 25 points de base, à 5,0 % (seizième relèvement consécutif des taux depuis juin 2004)
- Légère révision à la hausse du **PIB en volume** pour le premier trimestre 2006 : 5,3 % en variation trimestrielle annualisée (4,8 % en première estimation), après + 1,7 % au dernier trimestre 2005
- Légère hausse de la **consommation des ménages** en volume en avril : 0,1 % en variation mensuelle, comme en mars. En glissement annuel : + 3,1 % après + 3,3 % en mars
- Accélération de l'inflation des **prix à la consommation** en avril : 0,6 % en variation mensuelle après, 0,4 % en mars (en glissement annuel : + 3,5 %, après + 3,4 % en mars). Inflation sous-jacente : 2,3 % en glissement annuel, après 2,1 % en mars
- Hausse des **prix à la production** en avril (produits finis) : 0,9 % en variation mensuelle, après 0,5 % en mars. En glissement annuel : 4,0 %, après 3,5 % en mars
- Baisse de l'**indice de confiance des consommateurs** de l'université du Michigan en mai (79,1, après 87,4 en avril) et de celui du Conference Board (103,2 en mai, après 109,8 en avril)
- Baisse de l'indice **PMI manufacturier** en mai (54,4, après 57,3 en avril) et de l'indice **ISM non manufacturier** (60,1 en mai, après 63,0 en avril)
- Baisse du taux de **chômage** en mai : 4,6 %, après 4,7 % en avril
- Hausse du déficit de la **balance des biens et services** en avril : 63,4 milliards de dollars, après 61,9 milliards en mars

Japon

- Croissance du **PIB** en volume au premier trimestre 2006 : 0,5 % en variation trimestrielle, après 1,1 % au dernier trimestre 2005. En glissement annuel : 3,0 % au premier trimestre 2006, après 4,0 % au dernier trimestre 2005
- Indice des **prix à la consommation** en avril : + 0,4 % en glissement annuel, après + 0,3 % en mars
- Stabilité du taux de **chômage** en avril : 4,1 %, comme en mars
- Hausse de l'**indice de confiance des consommateurs** en avril : 50,0, après 47,9 en mars
- Baisse de l'indice **PMI du secteur manufacturier** en mai : 55,3 contre 55,5 en avril
- Baisse de l'**excédent commercial** en avril (données brutes des douanes) : 646,2 milliards de yens (4,5 milliards d'euros), après 970,4 milliards de yens en mars (6,8 milliards d'euros)

Royaume-Uni

- Accélération de l'inflation mesurée par le glissement annuel des **prix à la consommation** en mai : 2,2 %, après 2,0 % en avril
- Baisse en mai des **indices PMI** dans le secteur manufacturier (53,2, après 54,0 en avril) et le secteur des services (59,2 après 59,7)
- Hausse du **déficit commercial** hors pétrole en avril (cvs) : – 5,9 milliards de livres après – 5,6 milliards en mars

Zone euro

- Hausse de 25 points de base du principal **taux de refinancement** de la BCE, à 2,75 %, le 8 juin
- Prévisions de croissance du **PIB** de la Commission européenne comprise entre 0,5 % et 0,9 % pour les deuxième et troisième trimestres 2006 et entre 0,4 % et 1,0 % pour le quatrième trimestre 2006
- Croissance trimestrielle du **PIB** pour le premier trimestre : 0,6 %, après 0,3 % au quatrième trimestre 2005. Contribution de la demande intérieure hors stocks : + 0,6 point ; exportations nettes : + 0,3 point ; stocks : – 0,2 point
- Hausse en mai de l'**indice PMI** du secteur manufacturier (57,0, après 56,7 en avril) et dans le secteur des **services** (58,7, après 58,3)
- **Prix à la consommation** (estimation rapide) : hausse de 2,5 % sur un an en mai, après 2,4 % en avril
- Taux de **chômage** stable, à 8,0 %, en avril
- Nette dégradation de la **balance des opérations courantes** de la zone euro à – 11,4 milliards d'euros au premier trimestre 2006, contre + 2,2 milliards au premier trimestre 2005.

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en avril 2006

Le déficit courant s'établit à - 0,9 milliard d'euros, contre - 2,1 milliards en mars et - 3,9 milliards en février. L'amélioration provient de la progression de l'excédent des revenus (2,1 milliards d'euros après 0,7 milliard en mars) et de la réduction du déficit des services hors voyages. Les soldes des biens et des voyages, qui restent quasiment stables, s'élèvent respectivement à - 2,0 milliards d'euros et 0,7 milliard. En revanche, le déficit des transferts courants s'accroît légèrement (- 1,8 milliard d'euros en avril après - 1,2 milliard le mois précédent).

Des entrées nettes de 5,3 milliards sont enregistrées au compte financier en avril. Les investissements directs français à l'étranger sont à nouveau en forte hausse, à 10,5 milliards d'euros (dont près de 60 % sous forme de prêts et avances de trésorerie à destination de filiales étrangères). De même, les investissements directs étrangers en France continuent à croître ce mois-ci, à 8,1 milliards d'euros. En cumul sur trois mois glissants, le solde net des investissements directs, positif le mois dernier, devient légèrement négatif (- 0,6 milliard d'euros), témoignant de la reprise des investissements français à l'étranger.

Les investissements de portefeuille se soldent par des sorties nettes de 10,7 milliards d'euros ce mois-ci, reflétant d'importantes acquisitions par les résidents d'obligations étrangères (23,4 milliards) et de titres du marché monétaire (6,9 milliards) qui ont largement compensé leurs ventes d'actions (13,2 milliards). Pour leur part, les non-résidents ont acheté pour 6,4 milliards d'euros de titres français. Ces achats ont, notamment porté sur les titres obligataires à hauteur de 11,1 milliards d'euros (dont 5,5 milliards émis par les administrations publiques et 6,4 milliards par les institutions financières monétaires résidentes, alors qu'ils ont vendu pour près d'un milliard d'euros de titres émis par les « autres secteurs »). Les acquisitions ont concerné, dans une moindre mesure, les titres du marché monétaire (2,3 milliards d'euros avec notamment des titres émis par les « autres secteurs »). En revanche, le compartiment actions a enregistré des ventes nettes (7 milliards).

Les « autres investissements » dégagent des entrées nettes de 20,3 milliards d'euros en avril. Les engagements nets des IFM s'accroissent de 28,8 milliards d'euros sur le mois et de près de 55 milliards sur les trois derniers mois.

En cumul glissant sur douze mois, les erreurs et omissions nettes se montent à - 6,9 milliards d'euros en avril 2006.

La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (1)			Cumuls 3 mois (2)		Montants mensuels (2)		
	Déc. 2004	Déc. 2005	Avril 2006	Avril 2005	Avril 2006	Fév. 2006	Mars 2006	Avril 2006
	(a)	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)	(b)
Compte de transactions courantes	- 5,6	- 27,0	- 20,9	- 6,4	- 7,0	- 3,9	- 2,1	- 0,9
Biens	- 6,9	- 25,9	- 26,6	- 7,5	- 6,3	- 2,2	- 2,1	- 2,0
Services hors voyages	- 1,0	- 0,9	- 1,6	- 0,1	- 0,6	- 0,3	- 0,3	- 0,0
Voyages	9,8	8,9	8,7	2,3	2,2	0,7	0,8	0,7
Revenus	10,2	13,1	19,8	3,5	3,4	0,6	0,7	2,1
Transferts courants	- 17,7	- 22,2	- 21,2	- 4,6	- 5,8	- 2,8	- 1,2	- 1,8
Compte de capital	1,4	0,5	0,6	0,2	0,1	0,0	- 0,0	0,0
Compte financier	- 3,3	- 15,2	27,3	- 8,9	32,8	8,9	18,6	5,3
Investissements directs	- 20,6	- 41,9	- 34,6	- 4,1	- 0,6	1,1	0,8	- 2,4
- Français à l'étranger	- 45,9	- 93,0	- 93,1	- 18,4	- 20,1	- 3,3	- 6,3	- 10,5
- Étrangers en France	25,3	51,1	58,6	14,4	19,6	4,5	7,1	8,1
Investissements de portefeuille	- 46,6	- 9,2	- 24,1	6,3	- 9,7	- 6,6	7,7	- 10,7
- Avoirs	- 179,9	- 191,3	- 207,5	- 24,4	- 44,6	- 26,6	- 0,9	- 17,1
- Engagements	133,3	182,1	183,3	30,7	34,9	20,0	8,6	6,4
Produits financiers dérivés	5,0	8,2	7,3	1,5	- 0,2	0,5	- 0,6	- 0,1
Autres investissements	62,4	20,7	73,1	- 14,3	44,6	14,1	10,3	20,3
dont IFM	38,8	- 2,3	74,3	- 20,1	54,6	11,1	14,7	28,8
Avoirs de réserve	- 3,5	7,1	5,5	1,6	- 1,3	- 0,2	0,6	- 1,7

(a) Chiffres semi-définitifs

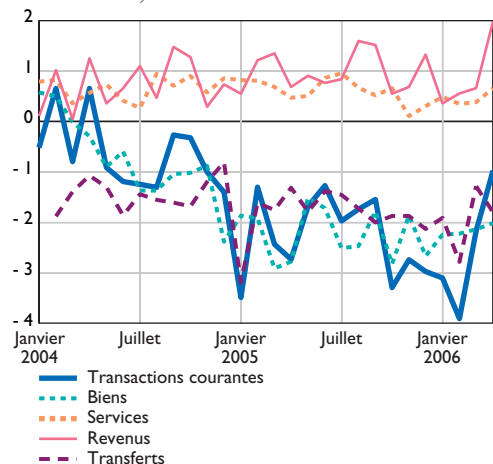
(b) Chiffres provisoires

NB : Cumul sur 12 mois en données brutes, cumul sur 3 mois et montant mensuel en données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital

Transactions courantes

Soldes (cvs)

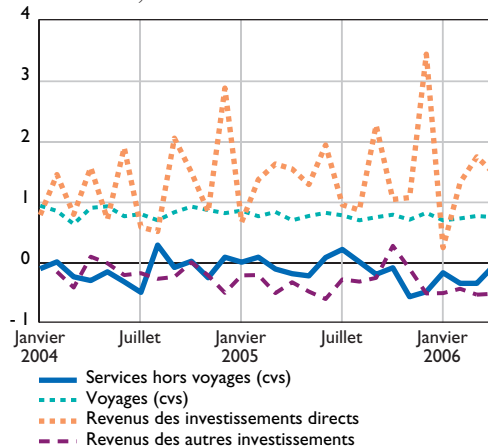
(en milliards d'euros)



Transactions courantes

Soldes

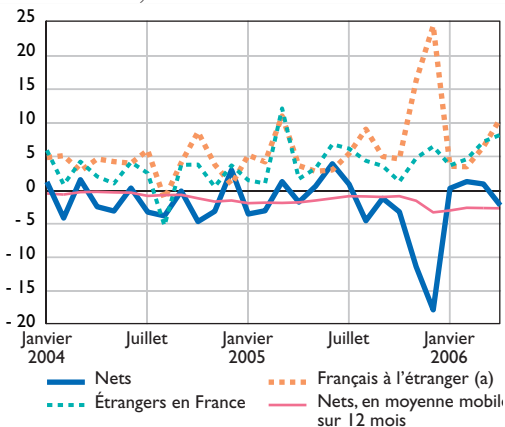
(en milliards d'euros)



Investissements directs

Soldes

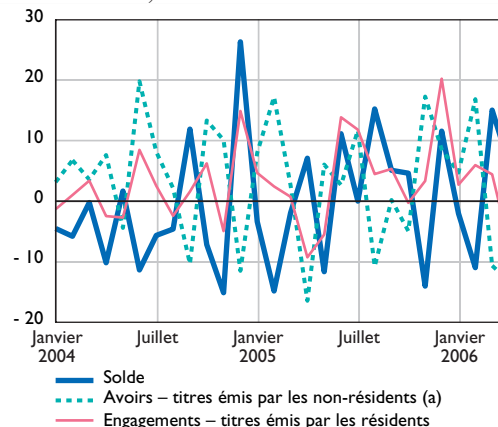
(en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille

Actions

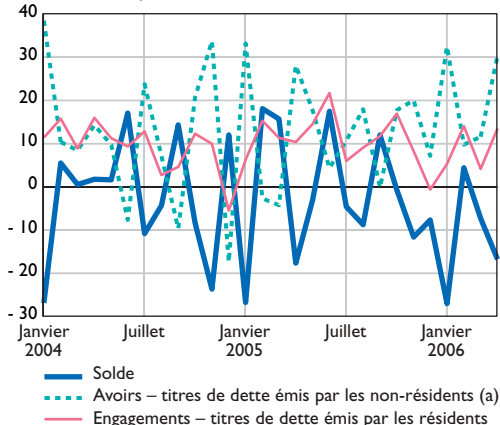
(en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille

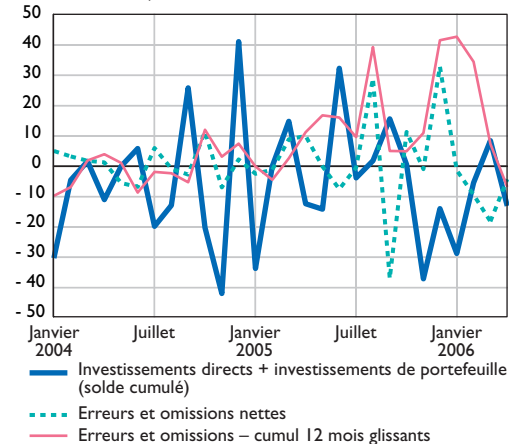
Titres de dette

(en milliards d'euros)



Investissements directs et investissements de portefeuille (solde cumulé) et erreurs et omissions

(en milliards d'euros)



(a) Pour les avoirs, le signe de balance est inversé : un signe positif correspond à des achats nets.

2| La monnaie, les placements et les financements

2| I Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat M3 s'est élevé à 8,8 % en avril, après 8,5 % en mars. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est établie à 8,4 % pour la période allant de février à avril, après 8,1 % pour la période allant de janvier à mars. Cette accélération a particulièrement concerné les autres dépôts à court terme (9,0 %, après 7,8 % en mars), alors que les autres composantes de l'agrégat M3 ont vu leur progression se ralentir quelque peu.

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est renforcée (11,8 %, après 11,5 % en mars), en particulier sous l'effet de l'accélération des crédits (11,3 %, après 10,8 %), alors que les actions et les titres autres qu'actions ont enregistré une baisse de leur rythme de progression annuelle (respectivement, 12,0 %, après 14,0 % et 18,3 %, après 18,4 % en mars).

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des résidents a fortement augmenté en avril (10,9 %, après 8,5 %). À l'inverse, celui des dépôts à terme inférieur ou égal à deux ans a fléchi (15,4 %, après 18,4 %), ainsi que celui des comptes sur livret (4,0 %, au lieu de 4,4 %). Les titres d'OPCVM monétaires ont également enregistré une sensible décélération (6,0 %, après 7,1 %).

Tendances monétaires et financières – Zone euro et France

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)

		Encours à fin avril 2006	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Avril 2006
			Mars 2006	Avril 2006	
Zone euro (b)					
Agrégats monétaires (en données cvs)					
Billets et pièces en circulation		540,5	12,4	12,2	
+ Dépôts à vue		2 969,3	9,8	9,4	
= M1		3 509,8	10,1	9,8	
+ Autres dépôts monétaires		2 763,1	7,8	9,0	
= M2		6 272,9	9,0	9,4	
+ Instruments négociables		1 013,5	5,6	5,4	
= M3		7 286,4	8,5	8,8	
Crédits au secteur privé (en données cvs)		8 637,6	10,8	11,3	
Concours au secteur privé (en données cvs)		10 020,7	11,5	11,8	
France					
Principaux actifs monétaires (c)					
Dépôts à vue		446,0	8,5	10,9	15,0
Comptes sur livret		402,4	4,4	4,0	25,6
Dépôts à terme ≤ 2 ans		57,2	18,4	15,4	4,8
Titres d'OPCVM monétaires		318,3	7,1	6,0	51,9
Titres de créances < 2 ans		91,4	53,0	60,7	54,3
Crédits au secteur privé (c)		1 467,9	11,6	12,3	17,0

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français, y compris les crédits des FCC

Sources : BCE, Banque de France

2|2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a quelque peu fléchi en avril, sous l'effet du ralentissement de la croissance de l'endettement des sociétés non financières et, dans une moindre mesure, de celui des administrations publiques. La progression de l'endettement des ménages a, pour sa part, connu une légère accélération.

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2005	Mars 2006	Avril 2006
Endettement intérieur total	6,8	8,1	7,6
Sociétés non financières	6,1	8,2	6,9
Ménages	9,5	11,6	11,8
Administrations publiques	5,9	5,7	5,6

La progression annuelle des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes (11,2 % en avril, comme en mars) se poursuit à un rythme beaucoup plus rapide que celle des financements de marché (2,7 %, après 3,0 %).

Endettement intérieur total par sources de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

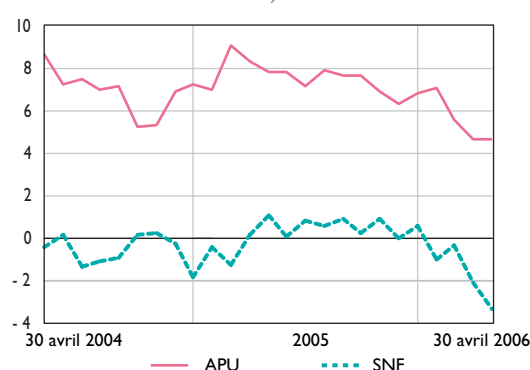
	Avril 2005	Mars 2006	Avril 2006
Endettement intérieur total	6,8	8,1	7,6
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	6,1	11,2	11,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents	13,6	15,3	11,0
Financements de marché	6,1	3,0	2,7

2|3 L'endettement sur les marchés

Le ralentissement de la progression annuelle des financements de marché reflète le gonflement des remboursements nets des sociétés non financières, alors que l'encours émis par les administrations publiques continue de se développer quasiment au même rythme (4,7 %, après 4,6 %).

Endettement des sociétés non financières et des APU sur les marchés – France

(taux de croissance annuel en %)



2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est sensiblement renforcée en avril (12,2 %, après 11,7 %).

Cette accélération des crédits des IFM a concerné les crédits au secteur privé (12,2 %, après 11,5 %). Elle a été particulièrement sensible pour les crédits au secteur financier (autres intermédiaires financiers, assurances). En revanche, le rythme de progression des crédits aux administrations publiques a fléchi (12,7 %, après 13,9 %), tout en restant élevé.

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Avril 2005	Mars 2006	Avril 2006
Crédits des IFM	6,1	11,7	12,2
aux APU	- 2,2	13,9	12,7
au secteur privé (a)	7,6	11,5	12,2
dont :			
Crédits des EC aux ménages (a)	9,8	11,9	12,2
dont : Trésorerie	4,6	8,0	8,2
Habitat	12,7	15,2	15,4
Crédits des EC aux SNF	5,8	10,6	10,7
dont : Trésorerie	4,1	14,9	17,4
Investissement	5,7	8,3	8,4
Crédits des EC au secteur financier	5,3	16,2	24,4
dont : Clientèle financière	3,3	9,2	13,9
Assurances	11,2	38,5	55,2

(a) Les crédits des établissements de crédit aux ménages n'incluent pas les crédits de trésorerie distribués aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM)

Le taux de croissance annuel des concours aux ménages (hors ISBLM) s'est inscrit en légère hausse (12,2 %, après 11,9 %), tant pour les crédits de trésorerie (8,2 %, après 8,0 %) que pour les crédits à l'habitat (15,4 %, après 15,2 %).

Le taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières a peu varié (10,7 %, après 10,6 %) en dépit du rebond des crédits de trésorerie (17,4 %, après 14,9 %).

ENCADRÉ 3

Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2006

Les données fournies par l'enquête trimestrielle de la Banque de France sur les plans d'épargne en action (PEA) bancaires permettent, d'une part, d'apprécier le comportement des titulaires de PEA au cours du premier trimestre 2006 et, d'autre part, d'établir des comparaisons entre les comptes PEA et l'ensemble des portefeuilles de titres. Les résultats globaux, disponibles sur le site internet de la Banque de France dans la rubrique Comptes financiers (Titres / Détention par les ménages) de l'onglet Statistiques et enquêtes (http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telechar/comptefi/pea1.pdf), sont suivis d'une information plus détaillée par grandes catégories d'établissements.

Selon les réponses à la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France auprès des établissements teneurs de compte, la valeur des titres déposés sur des PEA s'établissait, à fin mars 2006, à 113,1 milliards d'euros, en augmentation de 7,6 % par rapport au trimestre précédent (105,1 milliards). Cette progression reflète essentiellement celle des cours boursiers. L'encours à fin mars 2006 se situe ainsi à son niveau le plus élevé depuis la création des PEA, en 1992.

Dans la continuité des deux trimestres précédents, les détenteurs de PEA ont, à nouveau, procédé, au cours du premier trimestre, à des achats nets de titres (toutes valeurs confondues) pour, environ, 580 millions d'euros, soit 0,5 % de l'encours à fin décembre 2005. Les titres d'OPCVM ont fait l'objet de flux d'acquisitions nettes à hauteur de 1,1 milliard d'euros, tandis que des désinvestissements ont été enregistrés sur les actions françaises et européennes pour un montant d'environ 560 millions. Les liquidités en dépôt sur les comptes espèces associés aux PEA ont été de nouveau légèrement renforcées, pour atteindre 5,8 milliards d'euros à fin mars.

Le nombre des PEA s'élevait à 7 205 millions à fin mars 2006, en diminution de 0,5 % par rapport au trimestre précédent. Sur un an, la baisse est d'environ 100 000 comptes.

La répartition de la composition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM (58,8 %) et actions (41,2 %) n'a quasiment pas varié par rapport au trimestre précédent.

2 | 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

Le taux moyen des crédits aux ménages observé sur les opérations nouvelles augmente légèrement en mars (4,85 %, après 4,82 %) de même que celui des crédits aux sociétés non financières (3,85 %, après 3,82 %).

- S'agissant des crédits aux ménages, le taux des nouveaux crédits à l'habitat d'une PFIT inférieure ou égale à un an enregistre une hausse un peu plus

prononcée (3,50 %, après 3,46 %) que celle du taux des crédits à l'habitat de PFIT supérieure à un an (3,64 %, après 3,62 %). En revanche, le taux des crédits à la consommation est inchangé, à 5,94 %.

- S'agissant des crédits aux sociétés non financières, le taux moyen des découverts baisse assez sensiblement (4,05 %, après 4,24 %). En revanche, celui des crédits de PFIT inférieure ou égale à un an continue sa progression (3,56 %, après 3,41 %) tandis que celui des crédits de PFIT supérieure ou égale à un an augmente dans des proportions plus limitées (3,85 %, après 3,78 %)

2 | 6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

	Décembre 2004	Décembre 2005	Mars 2006	Avril 2006
OPCVM monétaires	6,5	9,0	9,4	8,6
OPCVM obligations	0,1	4,1	5,6	5,0
OPCVM actions	2,7	5,7	7,2	8,5
OPCVM diversifiés	4,4	10,2	17,8	21,6

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Appréciées en cumul sur douze mois, les souscriptions nettes de titres d'OPCVM « diversifiés », et dans une moindre mesure de titres d'OPCVM « actions », se sont à nouveau renforcées. Celles de titres d'OPCVM « monétaires » et « obligations » ont légèrement fléchi.

ENCADRÉ 4

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en mai 2006

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Année 2005	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin mai 2006
		Mai 2005 à avril 2006	Juin 2005 à mai 2006	Mai 2006	Mai 2005 à avril 2006	Juin 2005 à mai 2006	Mai 2006	
Sociétés non financières	- 14,4	- 15,5	- 15,3	- 0,4	1,6	1,5	0,0	88,1
État	39,9	32,6	32,0	5,1	70,9	71,5	6,4	602,4
Autres administrations publiques	3,9	- 1,4	- 1,4	0,0	1,1	1,1	0,0	48,0
Institutions financières monétaires	- 6,6	- 9,1	- 8,6	1,2	8,2	8,6	1,3	143,3
Institutions financières non monétaires	- 0,3	- 0,3	- 0,3	0,0	1,5	1,5	0,0	23,2
Total	22,5	6,3	6,4	5,9	83,3	84,2	7,7	905,0

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de mai 2006, ont totalisé 7,7 milliards d'euros, contre 5,5 milliards le mois précédent. Compte tenu des faibles remboursements intervenus au cours de ce mois, les émissions nettes sont positives, à hauteur de 5,9 milliards d'euros, dont 5,1 milliards pour le secteur des administrations publiques.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor ont représenté 83 % environ du total émis sur la place de Paris, le solde étant imputable au secteur des institutions financières monétaires. Le désendettement des sociétés non financières en titres à long terme s'est poursuivi. Sur les douze derniers mois, il s'élève à 15,3 milliards d'euros.

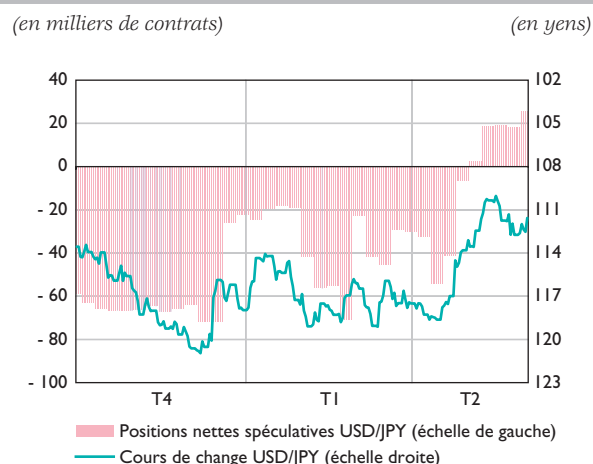
3| Les marchés de capitaux

Au cours du mois de mai, la confirmation de la bonne tenue de l'activité économique, tant en Europe, aux États-Unis qu'au Japon, et la vigilance des banques centrales quant à l'évolution des prix en Europe et aux États-Unis ont consolidé les attentes de resserrements monétaires supplémentaires des participants de marché. Dans l'ensemble, on a observé un report de la part des investisseurs des actifs risqués vers les actifs moins volatils. La dépréciation des marchés boursiers, le reflux des cours de l'or et des autres métaux précieux, la dégradation des dettes souveraines émergentes au cours de la seconde partie du mois en ont constitué la principale illustration. Ce moindre « appétit au risque » s'est par ailleurs traduit par une augmentation importante de la volatilité, tant historique qu'implicite (cf. « Focus ») sur certains marchés financiers.

3| I Les marchés de change et de matières premières

La dépréciation du dollar des États-Unis contre les principales devises s'est enrayée. Si, en début de période, la fin anticipée du cycle de hausse de taux du Système fédéral de réserve a pu peser sur la devise américaine, la réapparition d'anticipations d'un resserrement monétaire supplémentaire a permis

Cours de change du dollar des États-Unis contre yen et positions spéculatives



un rebond du dollar dans la deuxième quinzaine du mois de mai.

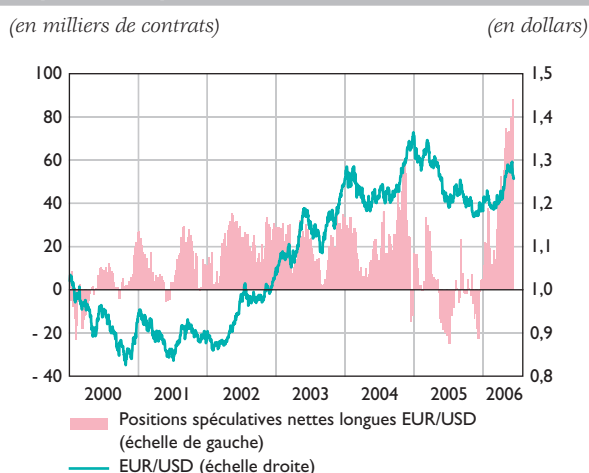
Au total, le cours de l'euro contre dollar, après avoir atteint un plus haut niveau de 1,2972 en début de mois, a terminé à 1,28 le 31 mai, soit une appréciation de 1,4 %.

De la même façon, le dollar a effacé en cours de mois une partie de ses pertes contre yen, se dépréciant de 1,1 %, à 112,58 en fin de mois, après avoir atteint, en cours de période, un plus bas niveau de 109,00. La perspective d'un abandon prochain de la politique de taux zéro par la Banque du Japon a été un facteur de soutien du yen. Tout comme vis-à-vis de l'euro, le positionnement des comptes dits « spéculatifs » privilégiait, fin mai, une baisse supplémentaire du dollar vis-à-vis du yen.

Le moindre « appétit au risque » a particulièrement pesé sur les places financières de certains pays émergents. À ce titre, la livre turque a subi une dépréciation de l'ordre de 20 % contre le dollar, dans un contexte également marqué par la dégradation du compte courant turc. Le dollar s'est, par ailleurs, apprécié de 10,9 % contre le real brésilien, revenant ainsi sur un niveau proche de la fin 2005. En Asie, le dollar s'est apprécié de 5,5 % contre roupie indonésienne et de 3,5 % contre roupie indienne.

Après avoir brièvement atteint son plus haut niveau depuis 26 ans, à 730 dollars l'once le 12 mai, le cours

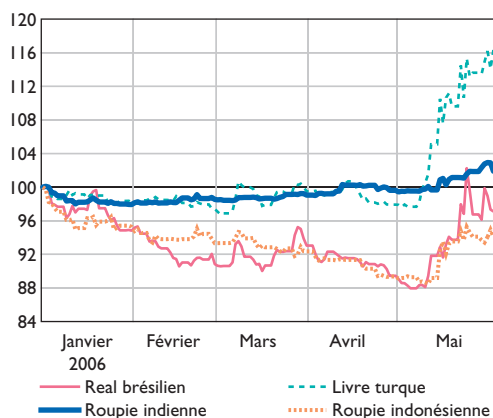
Cours de change de l'euro contre dollar des États-Unis et positions spéculatives



NB : Hors mention spécifique, les graphiques de la section 3 sont constitués à partir de données extraites des bases Reuter et Bloomberg

Cours du dollar contre devises émergentes

Base 100 = 1^{er} janvier 2006



de l'or a ensuite fortement reflué, pour clôturer à 645 dollars l'once le 31 mai, enregistrant au total une baisse de 1,7% sur le mois. La correction des cours à la baisse a pu trouver son origine dans la réduction significative des positions spéculatives pariant sur une hausse supplémentaire de l'or. De la même façon, l'argent a enregistré une baisse marquée de 9,05 % au cours du mois, à 12,55 dollars l'once, après avoir enregistré un plus haut niveau de 14,83 dollars le 11 mai. Il reste que, fin mai, le cours de l'argent avait progressé de 94 % par rapport à début 2005. Cette correction a également affecté les autres métaux.

Les cours du pétrole se sont également inscrits en légère baisse en mai, le Brent ayant cédé 4,2%, pour atteindre 69 dollars le baril. La bonne tenue des

stocks américains, comme la reprise de la production au Nigéria ont pu contribuer à ce repli.

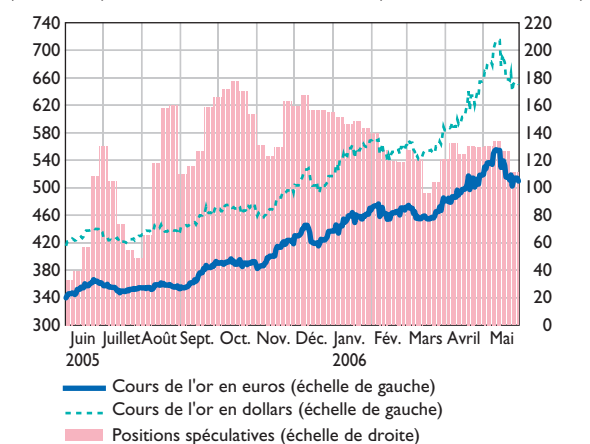
3|2 Les marchés de taux d'intérêt

Stabilité des taux en zone euro

La tonalité du communiqué de la Banque centrale européenne qui annonçait la décision du Conseil des gouverneurs du 4 mai de maintenir le taux directeur à 2,5 %, comme la bonne orientation des indicateurs économiques publiés tout au long du mois, ont conforté les investisseurs dans leurs anticipations de poursuite du resserrement de la politique monétaire. Ainsi, le taux minimum de soumission aux opérations principales de refinancement anticipé à fin décembre est resté sur le niveau de 3,25 % et – conformément aux attentes – une hausse de 25 points de base, à 2,75 %, a été décidée le 8 juin. Les rendements obligataires ont connu une volatilité plus marquée. La remontée de l'aversion pour le risque a pu entraîner, de façon transitoire, des achats d'obligations souveraines de la zone euro. La baisse des rendements qui en a découlé a, néanmoins, été compensée par la publication de chiffres d'évolution de masse monétaire et d'indices de prix à la consommation en hausse. Au total, les rendements à 2 ans et à 10 ans français sont restés quasiment inchangés sur le mois aux environs, respectivement, de 3,40 et 4 %. On notera que les anticipations d'inflation à moyen terme ont peu évolué : le point mort d'inflation tiré de l'obligation indexée sur l'inflation zone euro de maturité 2012 est resté stable, à 2,22%.

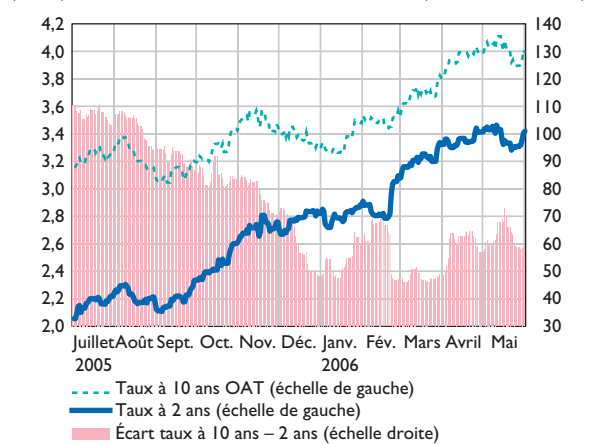
Cours de l'or et positions spéculatives

(en dollars) (en milliers de contrats)



Taux des emprunts français à 2 et 10 ans

(en %) (en points de base)



Aplatissement de la courbe des taux américaines

Conformément aux anticipations des participants de marché, le *Federal Open Market Committee* a procédé à une nouvelle hausse du taux des fonds fédéraux le 10 mai, le portant à 5 %. L'expression d'une grande vigilance quant aux développements de l'inflation dans le communiqué du 10 mai a conduit les investisseurs à réviser à la hausse leurs attentes en termes de taux des fonds fédéraux anticipés. Les taux implicites des contrats eurodollars 3 mois se sont tendus de 20 points de base, à 5,44 %, pour la maturité décembre 2006. Les rendements obligataires de court terme se sont inscrits dans le sillage des taux monétaires, le rendement 2 ans américain progressant de 17 points de base, à 5,10 %. La hausse a été moins marquée sur les maturités les plus longues (le taux à 10 ans américain augmentant de 5 points de base, à 5,18 %), dans la mesure où ce segment obligataire a davantage bénéficié d'achats liés à la remontée de l'aversion au risque. Au total, la légère remontée des rendements de long terme s'est effectuée sans tension des points- morts d'inflation qui restaient fin mai à l'horizon 2012 sur un taux de 2,7 %.

La pente de la courbe obligataire japonaise s'est également aplatie en mai, les rendements à court terme s'étant tendus (+13 points de base pour le taux à 2 ans) alors que les rendements à long terme ont baissé (-9 points de base pour le taux à 10 ans, à 1,83 %) du fait d'une réallocation des investissements

Primes de signature de crédit dans la zone euro

(points de base)

Émetteur	31 mai 2006	28 avril 2006	Variation/ 28 avril	2 janvier 2006	Variation/ 2 janvier 2006
Obligations Industrielles AA	26	23	3	24	2
Industrielles BBB	80	74	6	79	1
Financières AA	34	30	4	30	4
Corporate BBB	81	75	6	81	0
Obligations Telecom	68	61	7	65	7
Obligations Agences	20	15	5	12	8

Source : Merrill Lynch

vers l'obligataire au détriment des actions. L'augmentation des rendements obligataires de court terme s'est inscrite dans le sillage d'une tension du marché monétaire, le taux à 3 mois interbancaire progressant de 21 points de base, à 0,31 %. Celle-ci a principalement découlé du renforcement des anticipations d'un abandon prochain de la politique de taux zéro.

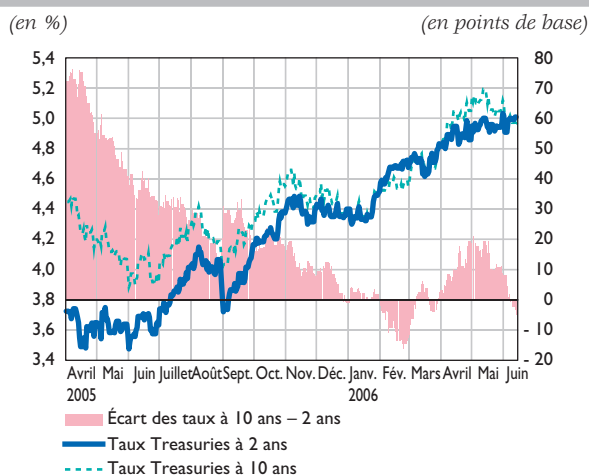
La progression de l'aversion au risque au cours du mois de mai s'est traduite par un élargissement modeste des primes de signature sur la dette privée. Pour autant, à la fin mai, les conditions de financement relatives des émetteurs privés dans la zone euro étaient proches de celles observées en début d'année 2006. La dégradation des conditions de financement des souverains émergents a été davantage marquée, le spread EMBI (*emerging bond index*) étant passé de 180 points de base à 210 points de base au cours du mois.

3|3 Les marchés boursiers

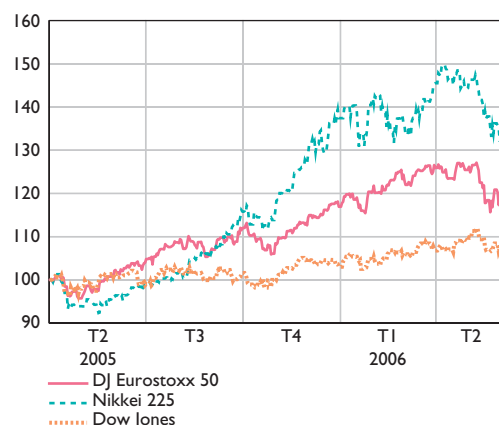
Les marchés boursiers, qui avaient enregistré des gains importants depuis le début de l'année, ont subi un mouvement généralisé de repli, parfois brutal.

La dégradation a particulièrement touché les indices dont la progression avait été la plus marquée depuis début 2005. À ce titre, les indices boursiers de certaines places émergentes ont connu une forte dépréciation tant en Asie (-9,1 % en Indonésie, -12,1 % en Inde), qu'en Amérique latine (Mexique -9,9 %, Argentine -13,4 %) ou en Europe émergente (-9,9 % en Pologne, -13,7 % en Turquie). Les bourses des pays industrialisés se sont également inscrites en retrait ; les pertes du Nikkei (-8,5 %) ont été les plus

Taux d'intérêt à 2 et 10 ans aux États-Unis



Principaux indices boursiers

(base 100 = 1^{er} avril 2005)

importantes, suivies de celles des places européennes (- 5 % pour le CAC) alors que celles du Dow Jones sont

Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 31 mai 2006	Variation/ 28 avril 2005	Variation/ 2 janvier 2006
CAC 40	4 930,2	- 5,0	3,7
DAX	5 692,9	- 5,3	4,5
DJ EuroStoxx 50	3 637,2	- 5,3	0,9
FTSE	5 723,8	- 5,0	0,7
Nasdaq	2 178,9	- 6,2	- 1,2
Dow Jones	11 168,3	- 1,7	4,2
Nikkei	15 467,3	- 8,5	- 4,0

restées très cantonnées (- 1,75 %). Ces corrections ne semblent pas avoir été entraînées par une révision des anticipations de profits des entreprises, dont le taux de croissance reste important (supérieur à 10 % pour l'EuroStoxx 50).

ENCADRÉ 4

Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris
Sélection d'indicateurs

Activité sur le marché de la pension livrée

(volume en milliards d'euros, part en %)

	Mai 2006		Moyenne année 2006	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	436,1	69,4	390,2	69,5
Pensions à taux fixe	176,8	28,1	160,7	28,6
Pensions à taux variable	259,3	41,3	229,5	40,9
BTAN	152,6	24,3	131,4	23,4
Pensions à taux fixe	54,1	8,6	45,2	8,1
Pensions à taux variables	98,5	15,7	86,2	15,4
BTF	39,8	6,3	39,5	7,0
Pensions à taux fixe	6,7	1,1	9,3	1,7
Pensions à taux variable	33,2	5,3	30,2	5,4
Total	628,5	100	561,1	100
Pensions à taux fixe	237,5	37,8	215,3	38,4
Pensions à taux variable	391,0	62,2	345,8	61,6

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 mai 2006	28 avril 2006	Variation
1 mois	2,58	2,53	5
3 mois	2,77	2,60	17
6 mois	2,93	2,88	5
12 mois	3,16	3,13	3
2 ans	3,41	3,41	0
5 ans	3,72	3,69	-3

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en mai 2006		Encours à fin mai 2006
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	634,4	- 17,9	395,4
Certificats de dépôt négociables	573,2	- 16,6	269,2
BMTN	1,1	0,6	58,6
Billets de trésorerie	60,1	- 1,9	67,6

Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

Échéances	29 avril au 5 mai	6 au 12 mai	18 au 24 mai	25 au 31 mai
1 jour	2,63	2,58	2,67	2,70
10 jours	2,71	(-)	2,63	2,67
30 jours	2,80	2,71	2,82	2,86
90 jours	2,96	2,99	2,99	2,02
180 jours	3,19	3,23	(-)	3,12

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	29 avril au 5 mai	6 au 12 mai	18 au 24 mai	25 au 31 mai
1 jour	2,61	2,58	2,65	2,65
10 jours	2,56	2,57	2,57	2,62
30 jours	2,67	2,63	2,71	2,76
90 jours	2,91	2,94	2,96	2,97
180 jours	3,07	3,09	3,15	3,12

Spreads billets de trésorerie – swaps

Moyenne mensuelle sur quatre populations :
émetteurs notés A-1+/F1+/A-1/P-1/F1, A-2/P-2/F2,
non notés, véhicules (a)

(en points de base)

Échéances	A-1+/F1+ A-1/P-1/F1	A-2/P-2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois				
Février 2006	1	4	6	2
Mars 2006	1	6	8	6
Avril 2006	3	6	10	7
3 mois				
Février 2006	2	7	10	8
Mars 2006	4	6	11	8
Avril 2006	6	9	15	6

(a) Conduits chargés du refinancement, par billets de trésorerie,
de structures de titrisation

Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés 23

Renaud BOURLÈS

Université de la Méditerranée

Groupe de Recherche en économie quantitative d'Aix-Marseille

Gilbert CETTE

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision, Banque de France

Université de la Méditerranée

Centre de Recherche sur les dynamiques et politiques économiques et l'économie de ressources

Dossier

Les grands traits de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 31

Patrick BRANTHOMME

Direction de la Balance des paiements

Service des Transactions courantes et Laboratoire

Bruno LONGET

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

• La balance des paiements en 2005 33

Patrick BRANTHOMME

Direction de la Balance des paiements

Service des Transactions courantes et Laboratoire

Jean-Guillaume POULAIN

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

• La position extérieure de la France à fin 2005 45

Nadine GUILLAUME

Dominique NIVAT

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 53

Évelyne FAM

Direction des Enquêtes et des Publications économiques

Cellule de relation avec le Réseau

Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés

Renaud BOURLÈS

Université de la Méditerranée (GREQAM)

Gilbert CETTE

Banque de France

Université de la Méditerranée (CEDERS)

L'estimation des rendements de la durée du travail et du taux d'emploi permet un calcul de la productivité horaire « structurelle », c'est-à-dire à durée du travail et à taux d'emploi constants, pour les États-Unis, ou identiques aux États-Unis pour les autres pays. Une lecture originale des inflexions de la productivité aux États-Unis et du phénomène de rattrapage, sur les dernières décennies, des niveaux de productivité des États-Unis par les autres pays industrialisés est alors proposée.

Mots clés : Productivité, taux d'emploi, durée du travail,
frontière technologique

Codes JEL : J24, E24, F01

De nombreuses évaluations montrent que les niveaux « observés » de la productivité horaire du travail seraient proches voire supérieurs, dans de nombreux pays européens, aux niveaux des États-Unis (pour une synthèse voir Cette, 2005, ou Boulès et Cette, 2005). Dans le même temps, la durée annuelle moyenne du travail et/ou le taux d'emploi moyen seraient inférieurs, dans ces mêmes pays, aux niveaux constatés aux États-Unis. Les écarts de durée annuelle moyenne du travail résultent, selon les pays, d'un recours plus fréquent au temps partiel et/ou d'une durée annuelle travaillée plus courte pour les employés à temps plein. Les écarts de taux d'emploi se concentrent, quant à eux, selon les pays, sur les femmes adultes et/ou sur les populations en âge de travailler les plus jeunes (15 ans à 24 ans) ou, au contraire, les plus âgées (55 ans à 64 ans).

Diverses études empiriques ont montré que les rendements de la durée du travail et du taux d'emploi sont décroissants. Les rendements décroissants de la durée du travail signifient que les effets de fatigue d'allongement de la durée du travail l'emportent sur les effets de coûts fixes, ces derniers étant liés, par exemple, à la présence de plages de temps peu compressibles et non directement productives incluses dans la durée du travail. Les rendements décroissants du taux d'emploi signifient que les entreprises mobilisent, en premier chef, les personnes les plus productives, celles qui sont hors emploi étant moins productives, par manque d'expérience professionnelle pour les plus jeunes ou par perte de capital humain pour les plus âgées.

L'estimation des rendements de la durée du travail et du taux d'emploi permet ici :

- pour les États-Unis, de calculer une productivité horaire « structurelle », c'est-à-dire à durée du travail et à taux d'emploi constants, et de comparer ses évolutions à celles de la productivité horaire « observée » ;
- pour les principaux autres pays industrialisés, de calculer les niveaux de productivité horaire « structurelle », c'est-à-dire à durée du travail et à taux d'emploi identiques à ceux des États-Unis, exprimée en pourcentage des niveaux aux États-Unis, et de comparer pour chaque pays les évolutions de cette grandeur avec celles de la productivité horaire « observée ».

L'analyse est conduite sur des données annuelles, sur la période 1970-2004, au niveau de l'ensemble de l'économie.

I | Rappel des estimations précédentes

Boulès et Cette (2005) proposent une estimation économétrique des rendements décroissants de la durée du travail et du taux d'emploi. Les données mobilisées proviennent, principalement, de l'OCDE. La spécification retenue, qui correspond à la relation présentée plus loin, est proche de celle adoptée par Gust et Marquez (2002, 2004) ou Bélorgey, Lecat et Maury (2004). Elle concerne l'ensemble de l'économie de chaque pays et a été estimée sur données annuelles d'un panel de pays de l'OCDE sur la période 1992-2001. Elle fait dépendre les variations du logarithme de la productivité horaire du travail d'un terme autorégressif, des variations du logarithme du taux d'emploi, de la durée du travail et des variations absolues du taux d'utilisation des capacités de production afin de corriger des effets cycliques, de la part de la production de technologies de l'information et de la communication (TIC) dans le PIB et d'un terme constant. De multiples autres variables explicatives ont été, alternativement, introduites dans les estimations, comme, par exemple, le taux d'investissement, les dépenses en TIC rapportées au PIB, la proportion d'utilisateurs d'internet dans la population et les variations de la proportion dans l'emploi total des non-salariés, des emplois publics ou des personnes à temps partiel... Les coefficients estimés de ces différentes autres variables étaient, ou de signe opposé à celui attendu, ou non significatifs. Par ailleurs, ces estimations ont été réalisées par la méthode des variables instrumentales, afin de corriger des biais d'erreurs de mesure et de simultanéité. De nombreuses batteries d'instruments ont été alternativement tentées, celle finalement retenue aboutissant aux meilleurs résultats concernant les tests de Nelson et Startz (1990a et 1990b) et de Sargan (1958) sur la qualité globale de l'ajustement et la pertinence des instruments, et de Durbin (1954),

Wu (1973) et Hausman (1978) concernant l'exogénéité des instruments. Cette batterie d'instruments regroupe les variations secondes du logarithme de la productivité horaire du travail, les variations courantes et retardées du logarithme du PIB, les variations retardées de deux périodes du taux d'emploi et le taux d'investissement. Enfin, le panel concerne quatorze pays de l'OCDE, cette restriction s'expliquant par des problèmes de disponibilité des données ainsi que par la recherche d'une stabilité des résultats des estimations à la présence de chacun des pays. Ce panel correspond aux pays apparaissant sur le tableau 2 figurant en annexe.

Les résultats des estimations ainsi réalisées sont qu'à long terme :

- une variation de 1 point du taux d'emploi modifie la productivité horaire de - 0,46 % (pour un effet de court terme de - 0,64 %) ;
- une variation de 1 % de la durée du travail modifie la productivité horaire de - 0,38 % (- 0,53 %) ;
- une variation de 1 point du taux d'utilisation modifie la productivité horaire de 0,08 % (0,11 %) ;
- une variation de 1 point de la part de la production de TIC dans le PIB modifie la croissance de la productivité horaire de 0,54 % (0,76 %).

Ces effets de long terme sont très proches de ceux estimés par Bélorgey, Lecat et Maury (2004) par les *General Methods of Moments* (GMM) sur un panel de vingt-cinq pays, ainsi que, concernant les taux d'emploi, de ceux de Gust et Marquez (2002, 2004) estimés sur un panel de treize pays sans prise en compte explicite de la possibilité de rendements décroissants de la durée du travail. Les rendements à long terme de la durée du travail sont plus élevés que ceux estimés sur panel d'entreprises par Malinvaud (1973), qui étaient d'environ - 0,50.

Bourlès et Cette (2005) prolongent ces estimations en estimant ensuite les rendements du taux d'emploi pour six catégories de la population en âge de travailler : les deux sexes croisés avec trois classes d'âge (15 ans à 24 ans, 25 ans à 54 ans et 55 ans à 64 ans). Les résultats de ces estimations sont que les rendements seraient plus fortement décroissants

pour les plus jeunes et les plus âgés que pour la population adulte, mais qu'ils ne diffèreraient pas entre hommes et femmes.

Ces résultats d'estimations ont permis de calculer pour chaque pays et sur l'année 2002 un niveau « structurel » de productivité horaire du travail relativement aux États-Unis, c'est-à-dire le niveau de productivité relatif qui serait « observé » si la durée annuelle moyenne du travail et le taux d'emploi de chaque catégorie de la population en âge de travailler étaient identiques à ceux constatés aux États-Unis. Il apparaît alors que la productivité « structurelle » relative est pour tous les pays inférieure à la productivité « observée », l'écart étant d'autant plus important que le niveau de productivité « observée » est élevé. À l'exception de deux pays, l'Irlande et la Norvège, la productivité « structurelle » est partout sensiblement inférieure au niveau « observé » aux États-Unis. Dans ces deux pays, la productivité est « artificiellement » majorée par des spécificités : des effets de transferts de profits induits par une fiscalité des entreprises très atypique pour l'Irlande et une structure sectorielle très capitalistique du fait de la grande place des trois activités que sont l'exploitation pétrolière, l'industrie du bois et la pêche pour la Norvège. Ainsi, Les États-Unis définiraient toujours la frontière technologique, contrairement à ce que pourrait laisser croire les indicateurs de productivité « observée ».

2| Estimation récente

À l'occasion du changement de base de la comptabilité nationale des pays européens (passage de la base 1995 à la base 2000), l'OCDE a renouvelé ses évaluations comparées de la productivité horaire du travail des pays membres de cette institution. Cette actualisation a parfois abouti à des modifications importantes : par exemple, pour l'année 2002, la productivité horaire de la France, relativement aux États-Unis, est passé de 113 % dans la précédente évaluation à 106,3 % dans la nouvelle. Ces changements ont ainsi motivé la réestimation de la relation expliquant les variations de la productivité horaire du travail précédemment estimée dans Bourlès et Cette (2005). La spécification de la relation estimée et les conditions de cette réestimation sont les mêmes que dans cette précédente étude, les données étant remplacées par les plus récentes évaluations de

l'OCDE. Ainsi, cette réestimation a été réalisée sur données annuelles, sur la même période (1992-2001), sur le même panel de quatorze pays présentés dans le tableau 2 (cf. annexe), et avec la même batterie de variables instrumentales. Les résultats de cette réestimation sont les suivants :

$$\begin{aligned} \Delta ph = & -0,318.\Delta ph_{-1} - 0,569.\Delta ER - 0,558.\Delta h \\ & (0,239) \quad (0,186) \quad (0,227) \\ & + 0,106.\Delta CUR + 0,676.ITPR - 0,023 \\ & (0,046) \quad (0,220) \quad (0,009) \end{aligned}$$

Sargan *test statistic* : 10,94 (P-value : 0,012) ;
Durbin-Wu-Hausman *test* : 50,92 (P-value : 0,0) ;
Nelson et Startz *test* : $R^2.n = 37,86$ (seuil : 2).

Où Δph et Δph_{-1} représentent les variations du logarithme de la productivité horaire du travail respectivement courante et retardée d'une période, ΔER les variations du taux d'emploi, Δh les variations du logarithme de la durée annuelle moyenne du travail, ΔCUR les variations du taux d'utilisation des capacités de production et $ITPR$ la part de la production de TIC dans le PIB. Les nombres entre parenthèses correspondent aux écarts-types des coefficients estimés.

Ces résultats d'estimation sont très proches des précédents de Bourlès et Cette (2005)¹. Seule la significativité du terme autorégressif est abaissée. Il apparaît ainsi qu'à long terme :

- une variation de 1 point du taux d'emploi modifie la productivité horaire de - 0,43 % (pour un effet de court terme de - 0,57 %) ;
- une variation de 1 % de la durée du travail modifie la productivité horaire de - 0,42 % (- 0,56 %) ;
- une variation de 1 point du taux d'utilisation modifie la productivité horaire de 0,08 % (0,11 %) ;
- une variation de 1 point de la part de la production de TIC dans le PIB modifie la croissance de la productivité horaire de 0,51 % (0,68 %).

À partir des effets de long terme ainsi estimés, nous avons calculé les évolutions « structurelles », supposant une stabilité temporelle du taux d'emploi

et de la durée du travail, de la productivité horaire du travail aux États-Unis. Nous avons également calculé, pour chaque pays du panel, les niveaux « structurels » de la productivité horaire du travail relativement au niveau des États-Unis, ce calcul supposant des niveaux du taux d'emploi et de la durée du travail identiques, chaque année et dans chaque pays, à ceux des États-Unis. Les résultats de ces calculs sont reportés dans les tableaux 1 et 2 (cf. annexe). Ces calculs de productivité « structurelle » n'ont pas été réalisés à partir d'estimations des rendements du taux d'emploi par sexe et classe d'âge, comme cela était proposé dans Bourlès et Cette (2005), pour deux raisons. Tout d'abord, les estimations par sexe et classe d'âge sont très instables ; ensuite, les calculs de productivité « structurelle » opérés à partir d'estimation des rendements du taux d'emploi sur l'ensemble de la population en âge de travailler ou par catégorie croisant sexes et classes d'âge aboutissent, dans Bourlès et Cette (2005), à des résultats très proches.

3| Principaux enseignements

Concernant les évolutions de la productivité horaire du travail aux États-Unis, il apparaît que (cf. annexe, tableau 1) :

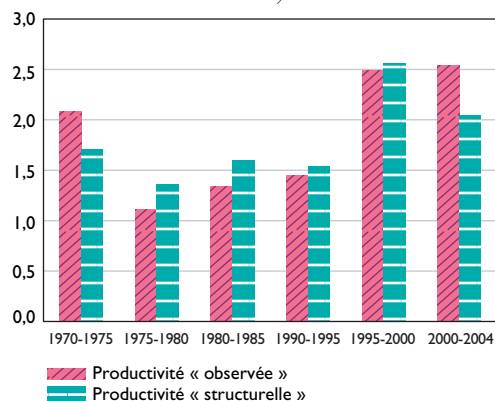
- Le ralentissement de la productivité « observée » au moment du premier choc pétrolier s'explique pour les deux tiers par une augmentation des taux d'emploi (qui passe de 63,1 % en 1975 à 67,2 % en 1980) et par une baisse de la durée du travail plus faible que sur les années précédentes (la durée du travail passe de 1869 heures en 1975 à 1846 heures en 1980, soit une diminution de 1,2 %, contre une diminution de 3,5 % sur les cinq années précédentes). Ainsi, entre les deux moitiés des années soixante-dix, la croissance annuelle de la productivité fléchit d'environ 1 point pour l'indicateur « observé » et d'un tiers de point pour l'indicateur « structurel » ;
- L'accélération d'environ un point par an de la productivité « observée » au milieu des années quatre-vingt-dix se retrouve sur la productivité « structurelle ». Sur les toutes dernières années 2000-2004, la productivité « structurelle » ralentit et sa croissance (environ 2,0 % par an) est

¹ L'estimation sous les mêmes conditions de la même relation sous une forme statique (sans terme autorégressif) aboutit à des coefficients de long terme très proches de ceux résultant de l'estimation de la forme dynamique :

$$\begin{aligned} \Delta ph = & -0,476.\Delta ER - 0,507.\Delta h + 0,099.\Delta CUR + 0,624.ITPR - 0,023 \\ & (0,136) \quad (0,207) \quad (0,040) \quad (0,145) \quad (0,007) \end{aligned}$$

Graphique 1 Croissance annuelle moyenne des productivités horaires « structurelle » et « observée » aux États-Unis
Ensemble de l'économie

(taux en % du niveau des États-Unis)

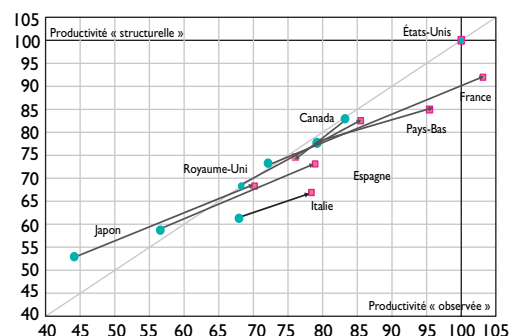


Source : OCDE pour la productivité « observée »

Calculs des auteurs pour la productivité « structurelle »

Graphique 2 Productivités horaires « structurelle » et « observée » en 1970 et 2004
Ensemble de l'économie

(base 100 = États-Unis)



Note : Les ronds verts représentent la situation en 1970 et les carrés roses la situation en 2004.

Source : OCDE pour la productivité « observée »

Calculs des auteurs pour la productivité « structurelle »

intermédiaire entre celle de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix (2,6 %) et celle des années 1980-1995 (1,6 %). Ce ralentissement n'apparaît pas concernant la productivité « observée », car il est contrebalancé par les effets de la baisse du taux d'emploi global (qui passe de 74,1 % en 2000 à 71,2 % en 2004) et de la durée moyenne du travail (qui passe de 1836 heures en 2000 à 1824 heures en 2004). Ainsi, les gains de performances productives de l'économie américaine seraient « structurellement » moins importants, depuis 2000, que ceux enregistrés sur la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Les États-Unis n'auraient pas connu, depuis 2000, une nouvelle accélération « structurelle » de la productivité amplifiant celle qui s'est produite au milieu des années quatre-vingt-dix (graphique 1).

Concernant le rattrapage des niveaux de productivité des États-Unis par les autres pays industrialisés, plusieurs faits sont à noter (cf. annexe, tableau 2).

- Les niveaux très élevés de la productivité « observée » sur la période récente dans certains pays européens par rapport aux États-Unis s'expliquent, généralement, par des niveaux plus faibles de la durée du travail et du taux d'emploi. Ainsi, en 2004, le niveau de productivité « observée » est très proche (l'écart est inférieur à 5 %) ou dépasse même le niveau des États-Unis dans quatre pays (la France, l'Irlande, la Norvège et les Pays-Bas), tandis que le niveau de productivité « structurelle » est également très élevé

dans seulement deux de ces six pays (l'Irlande et la Norvège). Hormis ces deux cas particuliers, les niveaux plus élevés aux États-Unis qu'ailleurs, de la productivité horaire « structurelle » indiquent que ce pays définit bien, en termes d'efficacité productive, la frontière technologique dont les autres pays sont plus ou moins éloignés. Un résultat semblable était déjà obtenu et commenté dans Cette (2005) et Bourlès et Cette (2005). Il est illustré par le graphique 2 dans lequel les pays sont, en 2004 (carrés roses) généralement situés au-dessous de la diagonale principale qui représente les situations où la productivité « structurelle » est égale à la productivité « observée ».

- Les niveaux relatifs de productivité horaire « observée » et « structurelle » sont très proches en 1970, pour presque tous les pays ici considérés, l'écart ne dépassant cinq points qu'en Italie et au Japon. Cette proximité est illustrée, dans le graphique 2, par le fait que les pays sont, en 1970 (ronds verts) généralement proches de la diagonale principale qui représente les situations où la productivité « structurelle » est égale à la productivité « observée ». Le rattrapage progressif des niveaux de productivité horaire des États-Unis jusqu'à la décennie quatre-vingt-dix est, partout, nettement plus important pour la productivité « observée » que pour la productivité « structurelle », ce qui s'explique par la baisse, relativement aux États-Unis, de la durée du travail et/ou du taux d'emploi. En 2004, l'écart entre les niveaux relatifs de productivité

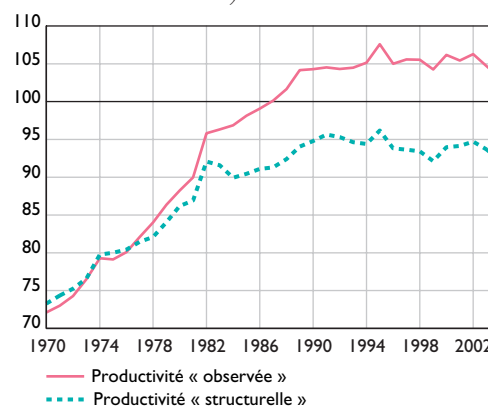
« observée » et « structurelle » dépasse cinq points dans six autres pays : l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Irlande, la Norvège et les Pays Bas.

- Depuis le début ou le milieu de la décennie quatre-vingt-dix selon les pays, les productivités « observée » et « structurelle » se dégradent, vis-à-vis des États-Unis, dans tous les pays à l'exception de la Norvège et de la Suède. Cette dégradation relative est généralement plus importante pour la productivité « structurelle » que pour la productivité « observée ». Elle s'explique, à la fois, par l'accélération de la productivité aux États-Unis et par le ralentissement de la productivité dans presque tous les autres pays.

- En France, si la productivité « observée » augmente fortement jusqu'au début de la décennie quatre-vingt-dix, la productivité « structurelle » ralentit dès le début des années quatre-vingt. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, la productivité « structurelle » se dégrade, tandis que la productivité « observée » fluctue autour d'un niveau assez stable (cf. graphique 3). Cette quasi-stabilité de la productivité relative « observée », tandis que la productivité « structurelle » décroît, s'explique par le fait que les effets favorables de la baisse de la durée du travail (qui passe de 1677 heures en 1990 à 1520 heures en 2004) l'emportent légèrement sur les effets défavorables de la hausse du taux d'emploi global (qui passe de 59,9 % en 1990 à 62,4 % en 2004).

Graphique 3 Productivités horaires « structurelle » et « observée » en France
Ensemble de l'économie

(en % du niveau des États-Unis)



Source : OCDE pour la productivité « observée »
Calculs des auteurs pour la productivité « structurelle »

L'analyse qui précède doit être considérée avec la prudence d'usage : les calculs proposés de productivité « structurelle » reposent sur de nombreuses hypothèses fortes, comme par exemple des rendements de la durée du travail et du taux d'emploi stables sur la période de l'analyse et identiques sur les différents pays. Pour autant, elle fournit une lecture originale des inflexions de la productivité aux États-Unis et du phénomène de rattrapage des niveaux de productivité des États-Unis par les autres pays industrialisés sur les dernières décennies.

Bibliographie

Bélorgey (N.), Lecat (R.) et Maury (T.) (2004)

« Déterminants de la productivité apparente du travail », *Bulletin de la Banque de France*, n° 121, janvier

Bourlès (R.) et Cette (G.) (2005)

« A comparison of structural productivity levels in the major industrialised countries », *Forthcoming in OECD Economic Studies* n° 41 et Banque de France, *Note d'étude et de recherche*, n° 133, octobre

Cette (G.) (2005)

« Are productivity levels higher in some European countries than in the United States? », *International Productivity Monitor*, n° 10, printemps

Durbin (J.) (1954)

« Errors in variables », *Review of the International Statistical Institute*, n° 22, p. 23-32

Gust (C.) et Marquez (J.) (2002)

« International comparisons of productivity growth: The role of information technology and regulation practices », *Mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, n° 727, mai

Gust (C.) et Marquez (J.) (2004)

« International comparisons of productivity growth: The role of information technology and regulatory practices », *Labour Economics*, Vol. 11.

Hausman (J.) (1978)

« Specification tests in Econometrics », *Econometrica* n° 46 (3), p. 262-280

Malinvaud (E.) (1973)

« Une explication de la productivité horaire du travail », *Économie et Statistique*, n° 48, septembre

Nelson (C. R.) et Startz (S.) (1990a)

« Some further results on the exact small sample properties of the instrumental variables estimator », *Econometrica* n° 58, p. 967-976.

Nelson (C. R.) et Startz (S.) (1990b)

« The distribution of the instrumental variables estimator and its T-Ratio when the instrument is a poor one », *Journal of Business*, n° 63, p. 5125-5140.

Sargan (J.) (1958)

« The estimation of economic relationship using instrumental variables », *Econometrica* n° 26 (3) : p. 393-415.

Wu (D. M.) (1973)

« Alternative tests of independence between stochastic regressors and disturbance », *Econometrica*, n° 42 (3), p. 529-546.

Annexe

Tableau 1 Évolutions annuelles moyennes des productivités horaires du travail « structurelle » et « observée » aux États-Unis

Champ : ensemble de l'économie

	1970-1975	1975-1980	1980-1990	1990-1995	1995-2000	2000-2004
Productivité « observée » [a]	2,08	1,11	1,34	1,45	2,49	2,54
Effet des variations :						
Du taux d'emploi [b]	0,08	- 0,35	- 0,22	- 0,03	- 0,13	0,31
De la durée du travail [c]	0,29	0,11	- 0,04	- 0,05	0,07	0,19
Productivité « structurelle » [d] = [a] - [b] - [c]	1,71	1,36	1,60	1,54	2,56	2,04

Source : OCDE [a]

Calculs des auteurs : [b], [c]

Tableau 2 Productivités horaires « structurelle » et « observée » en pourcentage du niveau des États-Unis

Champ : ensemble de l'économie

(en %)

	Productivité « observée » [a]						Productivité « structurelle » [b]					
	1970	1980	1990	1995	2000	2004	1970	1980	1990	1995	2000	2004
Allemagne	nd	nd	90,7	97,7	95,6	91,0	nd	nd	80,5	86,3	82,9	79,7
Australie	74,3	75,0	74,1	75,8	76,2	75,0	71,7	74,8	72,3	73,6	74,0	74,0
Canada	83,1	84,1	81,6	81,6	80,7	76,1	82,4	83,1	79,2	77,2	76,9	74,6
Espagne	56,5	77,3	89,1	91,2	82,5	78,9	58,8	72,5	77,5	77,5	73,2	73,1
États-Unis	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Finlande	54,1	68,7	80,4	86,1	86,9	84,6	57,8	70,3	79,2	79,0	81,3	80,8
France	72,1	88,2	104,3	107,6	106,2	103,2	73,3	86,2	94,8	96,2	94,0	92,3
Irlande	44,8	60,8	77,0	85,4	98,5	101,8	49,3	63,1	69,4	76,3	90,5	95,1
Italie	67,9	84,8	90,0	93,9	87,0	78,4	61,3	75,7	76,9	78,9	72,7	66,9
Japon	44,4	57,5	70,6	73,6	71,8	70,2	52,8	63,7	72,9	72,4	68,7	68,3
Norvège	74,7	100,4	113,5	125,6	124,5	122,4	71,2	95,0	104,1	115,7	115,3	113,6
Pays-Bas	79,2	99,6	107,6	112,7	103,4	95,4	77,7	88,8	93,9	97,6	91,4	84,9
Royaume-Uni	68,3	76,8	81,0	88,3	87,4	85,5	68,3	75,0	79,0	83,7	83,0	82,5
Suède	79,7	85,7	84,2	87,0	87,0	86,2	78,7	83,6	82,1	81,3	81,7	81,6

Source : OCDE [a]

Calculs des auteurs : [b]

Les grands traits de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005

Déficit courant aggravé et rebond des investissements directs

Patrick BRANTHOMME

*Direction de la Balance des paiements
Service des Transactions courantes et Laboratoire*

Bruno LONGET

*Direction de la Balance des paiements
Service des Mouvements de capitaux extérieurs*

Le déficit courant de la France a atteint 27 milliards d'euros en 2005. Excédentaire du début des années quatre-vingt-dix jusqu'en 2003, le solde des transactions courantes de la balance des paiements s'est dégradé très fortement depuis lors. Il faut remonter à 1982 pour observer un solde plus déficitaire (cf. graphique 1).

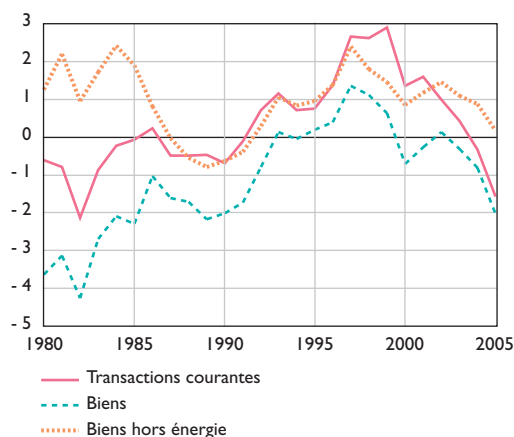
La forte dégradation du solde des transactions courantes n'est certes pas propre à la France. Certains de ses principaux partenaires, comme le Royaume-Uni ou, dans la zone euro, l'Espagne et, dans une moindre mesure, l'Italie, ont, en effet, vu leur solde courant

se dégrader, alors que l'Allemagne a enregistré une hausse ininterrompue de son excédent depuis plusieurs années. Néanmoins, parmi les pays cités, la France est le seul, au cours des cinq dernières années, où le solde s'est détérioré de près de 5 points de PIB, passant d'un excédent de près de 3 % du PIB en 1999 à un déficit de 1,6 % en 2005.

Ce déficit provient, pour l'essentiel, de l'évolution du solde des échanges extérieurs de biens², mais depuis plusieurs années déjà d'autres facteurs pèsent sur le solde des transactions courantes (cf. graphique 2).

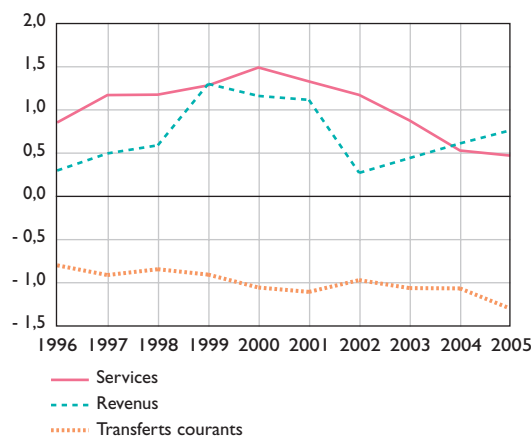
Graphique 1 Solde courant (transactions courantes) et solde des biens (comptabilité nationale)

(en % du PIB)



Graphique 2 Solde des composantes des transactions courantes hors biens

(en % du PIB)



¹ Les évolutions évoquées dans cet article sont analysées en détail dans les articles suivants de ce même numéro : « La balance des paiements de la France en 2005 » et « La position extérieure de la France en 2005 ».

² Cf. éditoriaux du Bulletin de la Banque de France de février 2006 (« Le commerce extérieur de la France se dégrade ») et de mai 2006 (« Lettre au Président de la République, introductive au Rapport Annuel »).

En effet, le solde excédentaire des services s'est dégradé de plus de moitié depuis son pic de 20 milliards d'euros en 2000, pour atteindre 8 milliards en 2005.

Ce recul provient en partie de l'érosion progressive de l'excédent du tourisme : moins de 9 milliards d'euros en 2005, après plus de 14 milliards en 2000. Le solde des services hors voyages a également diminué, pour la cinquième année consécutive, et a présenté un déficit d'environ 1 milliard d'euros, contre un excédent de plus de 7 milliards d'euros en 2000. Enfin, les transferts courants nets à destination de l'étranger, en particulier les versements nécessaires à l'élargissement de l'Union européenne, ont augmenté régulièrement.

Seuls les revenus nets d'investissements directs se sont redressés, depuis le creux observé en 2002, de près de 13 milliards d'euros, les bénéfices des filiales à l'étranger ayant vivement augmenté (plus de 20 milliards d'augmentation entre 2002 et 2005).

Le compte financier de la balance des paiements 2005 reflète, en outre, un doublement des investissements directs, tant français à l'étranger (93 milliards d'euros contre près de 46 milliards en 2004) qu'étrangers en France (51 milliards, contre 25 milliards en 2004), qui retrouvent ainsi les montants observés en 2001.

Les flux d'investissements directs français à l'étranger ont été stimulés par plusieurs opérations de fusion et d'acquisition de grande ampleur, notamment dans les

secteurs de l'électricité et des communications vers la zone euro ou encore du commerce de gros vers l'Union européenne. Ce regain s'est traduit par un quadruplement des opérations en capital social liées directement aux fusions-acquisitions (25 milliards d'euros en 2005) et par une augmentation importante des prêts intra-groupes (51 milliards) en partie imputable à ces opérations.

Après plusieurs années de baisse, la reprise des investissements directs étrangers en France a été majoritairement initiée par les pays de la zone euro et a concerné des secteurs variés de l'économie (immobilier, électricité, industries agricoles et alimentaires ou encore industries manufacturières).

Ces évolutions confirment la France comme l'une des destinations privilégiées des investissements internationaux et l'un des principaux pays investisseurs dans le monde.

La croissance de l'ensemble des flux financiers se traduit par une progression marquée des avoirs et engagements en valeur de marché des résidents vis-à-vis de l'extérieur qui représentent désormais chacun près de 2,5 fois le PIB. À fin 2005, la position nette de la France est créditrice à hauteur de 164 milliards d'euros, en amélioration de 46 milliards par rapport à l'année précédente. Cette augmentation résulte de l'appréciation des avoirs nets en devises.

La balance des paiements en 2005

Patrick BRANTHOMME

Direction de la Balance des paiements

Service des Transactions courantes et Laboratoire

Jean-Guillaume POULAIN

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

L'année 2005 a été principalement marquée par une nouvelle et forte dégradation du solde des transactions courantes, dans le prolongement de la tendance observée depuis le début de la décennie. Alors que l'excédent courant représentait près de 3 % du PIB en 1999, le déficit apparu en 2003 s'est creusé depuis lors. Il a plus que quadruplé en 2005 par rapport à l'année précédente et s'inscrit désormais au niveau record de – 27 milliards d'euros, soit -1,6 % du PIB.

Au sein du compte financier, les flux de capitaux entre résidents et non-résidents sont à l'origine de sorties nettes de 15 milliards d'euros en 2005. Dans un contexte de forte croissance économique et de reprise des opérations de fusions et acquisitions au plan mondial, les investissements directs français à l'étranger (93 milliards) et étrangers en France (51 milliards) ont doublé par rapport à 2004. La diversification internationale des portefeuilles financiers des résidents comme des non-résidents s'est en outre poursuivie : les investissements de portefeuille des résidents français en titres étrangers ont atteint 191 milliards après 180 milliards en 2004, et les investissements des non-résidents en titres français, en hausse de près de 50 milliards, se sont élevés à 182 milliards.

Mots clés : Balance des paiements, transactions courantes, solde commercial, investissements directs, investissements de portefeuille, fusions et acquisitions

Codes JEL : F10, F21, F23

NB : Les séries annuelles sont disponibles à l'adresse suivante : http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/bdppof/bdppof.htm.

Les auteurs remercient B. Terrien (direction de la Balance des paiements, Banque de France) pour sa contribution sur les modalités de financement des principales opérations françaises de fusion-acquisition à l'étranger.

I | Les transactions courantes

Les transactions courantes présentent, en 2005, un déficit exceptionnellement élevé, de 27 milliards d'euros (1,6 % du PIB), après - 6 milliards en 2004. Un solde aussi négatif n'avait jamais été observé au cours des vingt-cinq dernières années, à l'exception de l'année 1982 (2,1 % du PIB). Les exportations de biens et de services n'ont, en effet, augmenté que de 4,5 %, alors que les importations ont progressé de 9,2 %. Le solde des échanges des biens et des services se dégrade très fortement et présente pour la première fois depuis quinze ans un déficit (17,8 milliards d'euros), après un excédent de 1,9 milliards en 2004.

Le taux d'épargne intérieur, calculé par addition du taux d'investissement et du solde courant rapporté au PIB, continue de se replier et le taux d'investissement confirme son redressement, en liaison avec l'accélération de l'investissement des sociétés non financières.

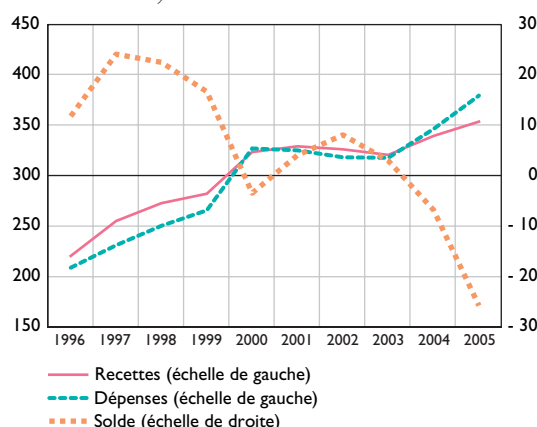
I | I Les échanges de biens et de services

Les échanges de biens

Dans un environnement international particulièrement porteur, les échanges de biens atteignent leurs plus hauts niveaux, mais les exportations n'augmentent

Graphique 2 Échanges de biens

(en milliards d'euros)



pas suffisamment (4,2 %) pour compenser la très vive accélération des importations (9,6 %). Le solde des biens en balance des paiements s'établit à - 26 milliards d'euros, contre - 7 milliards en 2004. Cette détérioration explique l'essentiel de la dégradation du solde des transactions courantes et provient, pour moitié, de l'alourdissement de la facture énergétique.

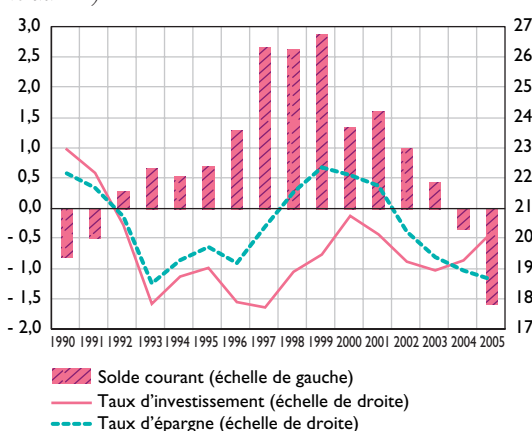
La progression rapide des importations est également observée chez les principaux partenaires de la France puisque celles des pays constituant la zone euro¹ augmentent à un rythme équivalent (9,1 %). En revanche, les exportations françaises augmentent nettement moins vite que celles des pays de la zone euro (6,7 %).

Dans un contexte marqué par une croissance modérée au sein de la zone euro, les échanges de biens vis-à-vis des pays extérieurs à cette zone connaissent des évolutions plus fortes qu'à l'intérieur de celle-ci. En effet, les exportations de la France à « l'extra » sont un peu plus vigoureuses (+ 5,6 %), notamment grâce à la bonne tenue des échanges avec les États-Unis et l'Asie, mais elles restent en deçà des performances enregistrées dans la zone euro (7,7 %). En outre, la France – comme la zone euro – voit la valeur de ses importations augmenter fortement vis-à-vis de contreparties « extra » (respectivement, 12,4 % et 12,8 %).

En raison de la hausse du prix des matières énergétiques, les importations en provenance des pays fournisseurs

Graphique 1 Épargne et investissement en France

(en % du PIB)



Sources : INSEE : Informations rapides, Comptes nationaux (2003), mai ; Paille (2004) : résultats 2003 et antérieurs

¹ Y compris les flux « intra-zone », c'est-à-dire par simple addition des importations totales des pays de la zone euro, afin de les rendre plus directement comparables aux importations totales de la France

Tableau I Transactions courantes et compte de capital

(en milliards d'euros)

	Crédits			Débits			Soldes		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Transactions courantes	505,7	541,6	575,8	498,6	547,2	602,7	7,0	- 5,6	- 27,0
Biens et services	407,3	426,9	446,3	390,4	425,0	464,1	16,9	1,9	- 17,8
Biens	320,0	338,8	353,0	317,1	345,7	378,9	2,9	- 6,9	- 25,9
Services	87,3	88,1	93,3	73,3	79,3	85,3	14,0	8,8	8,1
Revenus	76,7	93,8	108,9	69,7	83,6	95,9	7,1	10,2	13,1
Transferts courants	21,6	20,9	20,6	38,5	38,6	42,7	- 16,9	- 17,7	- 22,2
Compte de capital	1,7	2,7	2,1	9,4	1,2	1,6	- 7,7	1,4	0,5
Total	507,3	544,3	577,9	508,0	548,5	604,3	- 0,7	- 4,2	- 26,4

NB : Pour ce tableau et les suivants, en raison des écarts d'arrondis, un agrégat peut ne pas être exactement égal au total de ses composants.

de ces produits connaissent une hausse spectaculaire (Algérie : + 27 %, Iran : + 54 %, Libye : + 52 %) et les déficits bilatéraux de la France vis-à-vis de ceux-ci se dégradent très fortement. Les importations en provenance de Russie ne progressent que de 10 % à cause d'un changement du mode de déclaration vis-à-vis de ce pays, les achats de gaz russe transitant par l'Allemagne et la Belgique étant déclarés vis-à-vis de ces deux pays à partir de 2005.

Au total, le solde énergétique se creuse de 9,2 milliards d'euros pour atteindre - 37,9 milliards.

Le déficit vis-à-vis de la Chine s'accroît également très rapidement et a plus que doublé entre 2000 et 2005 (de - 7 milliards d'euros à - 15 milliards). Les montants des échanges atteignent des niveaux sans précédent, les exportations vers ce pays sont dynamiques (+ 10 %), mais les importations bondissent (+ 26 %). La Chine reste ainsi le premier déficit bilatéral de la France.

La France connaît également une détérioration de ses soldes commerciaux vis-à-vis de la plupart de ses partenaires de l'Union européenne, même ceux pour lesquels elle bénéficie d'un excédent, notamment le Royaume-Uni.

Les échanges de services

Après avoir culminé en 2000 (21 milliards d'euros), l'excédent des échanges de services a diminué régulièrement pour retrouver son niveau des années quatre-vingt-dix (8 milliards), soit un repli de 13 milliards en cinq ans. À titre de comparaison, le solde des biens a, sur la même période, reculé de 22 milliards.

En 2005, les dépenses de services progressent davantage que les recettes (8,2 %, contre 5,9 %). Cette évolution affecte plus particulièrement les autres services aux entreprises alors que les services de construction et les redevances et droits de licence enregistrent un excédent croissant.

La baisse du solde des services (voyages inclus) provient essentiellement des échanges vis-à-vis des pays appartenant à la zone euro, dont le solde a reculé de 14 milliards d'euros entre 2000 et 2005, alors que celui vis-à-vis des pays extérieurs à la zone euro est resté stable, à 12 milliards. Cette stabilité provient de l'amélioration du solde du négoce international (+ 5 milliards d'euros de 2000 à 2005) qui a compensé la diminution, du même montant, des recettes sur les voyages.

L'inversion du solde des services vis-à-vis des autres pays de la zone euro, qui passe entre 2000 et 2005 d'un excédent de 8 milliards d'euros à un déficit de 5 milliards, est due aux opérations de négoce (- 8 milliards), aux services commerciaux (- 2 milliards) et aux services divers aux entreprises (- 2 milliards).

Les échanges de services hors voyages

Après avoir connu une forte détérioration depuis plusieurs années, le solde des services hors voyages est stable en 2005, à - 0,9 milliard d'euros. L'évolution est néanmoins à nuancer selon la nature des services échangés.

Le solde des transports recule de nouveau, pour atteindre - 1,2 milliard d'euros, en raison d'une progression plus rapide des dépenses (6,4 %) que des recettes (5,7 %). Le déficit du transport maritime

Tableau 2 Les échanges de services

(en milliards d'euros)

	Crédits			Débits			Soldes		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Transports	19,1	20,6	21,8	18,8	21,6	23,0	0,2	- 1,0	- 1,2
maritimes	4,9	5,7	5,9	5,6	6,9	7,3	- 0,7	- 1,2	- 1,4
aériens	8,5	9,0	10,0	8,3	9,7	10,5	0,2	- 0,7	- 0,5
Autres	5,7	5,9	5,9	5,0	5,1	5,2	0,7	0,8	0,7
Services de communication	2,2	2,5	2,8	1,8	1,6	1,7	0,4	0,9	1,1
Services financiers	0,9	1,2	1,1	1,7	2,0	1,9	- 0,8	- 0,8	- 0,8
Redevances et droits de licence	3,6	4,2	4,8	2,1	2,6	2,6	1,4	1,6	2,2
Autres services	29,2	26,8	28,8	28,2	28,5	31,0	1,0	- 1,7	- 2,1
dont : négoce international	2,6	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	2,6	1,1	1,1
services divers aux entreprises	16,2	15,5	16,6	15,4	15,6	17,4	0,8	0,0	- 0,7
services audiovisuels et annexes	1,1	1,3	1,1	1,6	1,5	1,5	- 0,4	- 0,1	- 0,3
Total services hors voyages	55,0	55,2	59,3	52,6	56,2	60,2	2,4	- 1,0	- 0,9
Voyages	32,3	32,8	34,0	20,7	23,0	25,1	11,6	9,8	8,9
Total services	87,3	88,1	93,3	73,3	79,3	85,3	14,0	8,8	8,1

s'accroît de 0,2 milliard d'euros, alors que celui du secteur du transport aérien s'améliore du même montant, la réduction de l'excédent du transport de passagers étant largement compensée par l'amélioration du déficit du fret de marchandises et des frais aéroportuaires. Enfin, l'excédent des autres transports se réduit, en 2005, à 0,7 milliard d'euros sous l'effet d'une relative atonie des transports ferroviaires.

Le solde des services divers aux entreprises continue de baisser et devient négatif en 2005 (- 0,7 milliard d'euros). Ce déficit provient d'une forte croissance des dépenses relatives aux services d'études, de recherches et d'assistance technique dans les secteurs informatique, électronique et aéronautique.

Après trois années de baisse, le solde du négoce international se stabilise à 1,1 milliard d'euros en 2005. Le « vrai négoce » qui porte sur les matières premières et les produits finis voit son activité reculer fortement. Néanmoins, le « faux négoce », c'est-à-dire celui qui porte sur les recettes nettes versées par des filiales étrangères à leurs maisons mères françaises dans le cadre de relations « intra-groupe », a connu une nette amélioration dans les secteurs automobile, aéronautique et de l'énergie.

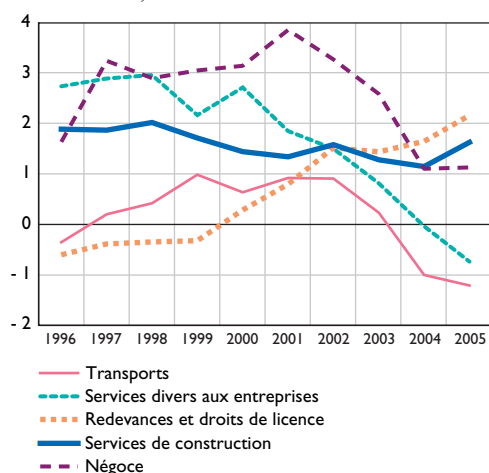
L'excédent des services de construction, qui a connu un point bas en 2004, s'améliore pour atteindre 1,6 milliard d'euros en 2005 grâce à une reprise des grands travaux réalisés majoritairement en dehors de la zone euro. Le solde bénéficiaire des redevances et des droits de licence continue de s'accroître (2,2 milliards d'euros, après 1,6 milliard en 2004), grâce à une hausse des recettes dans le secteur pharmaceutique en provenance des États-Unis et du Royaume-Uni. Enfin, les recettes des services de communication progressent notablement depuis 2000 et sont à l'origine d'un excédent de 1,1 milliard d'euros.

Les voyages

En 2005, le tourisme international continue de progresser, sans toutefois retrouver la croissance de l'année 2004. En effet, selon l'Organisation mondiale du tourisme, le nombre d'arrivées des touristes internationaux a progressé de 5,5 % en 2005, contre 10,7 % en 2004, plusieurs événements défavorables ayant freiné la demande en matière de tourisme.

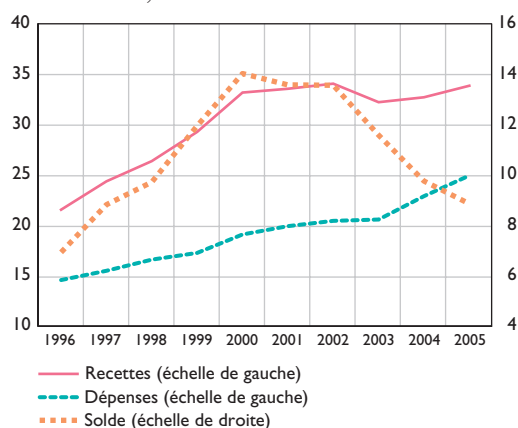
Graphique 3 Échanges de services – Hors voyages

(en milliards d'euros)



Graphique 4 Les voyages

(en milliards d'euros)



L'excédent du poste « voyage » de la balance des paiements, qui s'élève encore à près de 9 milliards d'euros, se contracte (- 0,9 milliard). Cette dégradation est due à la croissance rapide des dépenses (8,9 %), alors que les recettes augmentent peu (3,5 %). Depuis l'année 2000, l'excédent de 14 milliards d'euros a diminué de plus de 5 milliards.

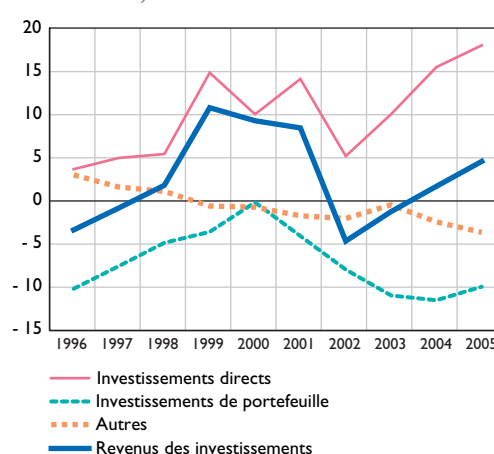
En 2005, les Français ont plutôt privilégié, au sein des pays de la zone euro, l'Espagne (+ 16 %) et, dans une moindre mesure, l'Italie, et, parmi les pays extérieurs à la zone euro, le Royaume-Uni (+ 25 %) et les États-Unis (+ 22 %). Les nouveaux pays européens font, en outre, l'objet d'un engouement certain (+ 47 %). Du côté des recettes, la hausse de la fréquentation provient des visiteurs extérieurs à la zone euro (5,3 %, contre 1,1 % pour ceux provenant de la zone euro), notamment des États-Unis (10 %) et de l'Asie (6,5 %). L'augmentation très modérée des recettes dues aux touristes de la zone euro semble liée à la concurrence de l'Espagne et des nouveaux pays européens.

I | 2 Les revenus

En 2005, le solde excédentaire des revenus progresse de 2,9 milliards d'euros pour atteindre 13,1 milliards, grâce essentiellement aux revenus d'investissements, le solde excédentaire de la rémunération des salariés étant stable à 8,4 milliards.

Graphique 5 Revenus d'investissements
Soldes

(en milliards d'euros)



Les revenus des investissements redeviennent progressivement bénéficiaires depuis 3 ans : le solde est en effet passé de - 1,2 milliard d'euros à + 4,6 milliards en 2005. Cette évolution s'explique par une amélioration à la fois du solde excédentaire des revenus des investissements directs (de 2,5 milliards d'euros) et du déficit des revenus d'investissements de portefeuille (de 1,6 milliard), compensée, partiellement, par le creusement du déficit des revenus des autres investissements (- 1,2 milliard).

Les revenus nets d'investissements directs continuent d'augmenter en 2005 pour s'élever à 18,1 milliards d'euros grâce, principalement, aux bénéfices réinvestis dont le solde positif augmente de 2,4 milliards. La croissance de ces derniers reflète l'amélioration générale des résultats des entreprises, accentuée dans le cas des investissements des grands groupes français d'une réduction des pertes courantes de leurs filiales à l'étranger².

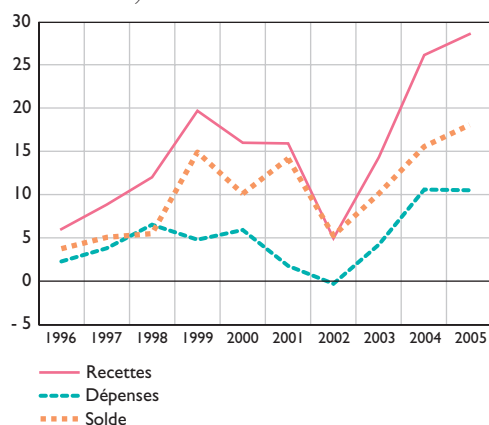
De leur côté, les dividendes versés aux maisons mères étrangères ou reçus de filiales de groupes français à l'étranger évoluent peu en 2005 tant pour les recettes que pour les dépenses : leur solde s'élève à 10,0 milliards d'euros, après 9,9 milliards en 2004.

Depuis quelques années, les montants des bénéfices réinvestis se rapprochent de ceux distribués sous

² Du côté des Français à l'étranger, l'enquête « IDFE » menée par la balance des paiements comprend des éléments sur les résultats et les dividendes des entreprises étrangères investies par des entreprises françaises. Du côté des étrangers en France, les données provenant de la base « Fiben » qui servent au calcul des stocks d'IDFE comprennent également des éléments relatifs aux résultats et aux dividendes des entreprises françaises investies par des non-résidents.

Graphique 6 Revenus d'investissements directs

(en milliards d'euros)



forme de dividendes : leur part dans le solde des revenus des investissements directs est désormais proche des 50 %.

En 2005, le déficit des revenus des investissements de portefeuille recule de 1,5 milliard d'euros, pour atteindre 9,9 milliards. Cette légère amélioration résulte d'une progression plus importante des recettes (5,7 milliards) que des dépenses (4,1 milliards), les acquisitions de titres étrangers par les résidents ayant été supérieures aux achats de titres français par les non-résidents. Les revenus d'investissement de portefeuille proviennent essentiellement des flux d'intérêts sur les titres de dettes, les dividendes ne constituant qu'une faible part des recettes et des dépenses.

La hausse des recettes porte essentiellement sur les titres émis par des administrations publiques étrangères (3,8 milliards), notamment les obligations (2,3 milliards). En ce qui concerne les dépenses, les revenus sur les titres d'État expliquent près de la moitié de l'accroissement observé, en raison des achats continus par les non-résidents de titres de la dette publique française.

Plus généralement, les opérations sur titres de dette s'effectuent, pour plus des trois quarts, au sein de la zone euro, tant du côté des recettes que de celui des dépenses. En revanche, les dividendes versés sont davantage effectués avec des contreparties extérieures à la zone euro.

Le déficit des revenus des autres investissements continue de se dégrader pour s'élever à - 3,6 milliards

d'euros (- 2,4 milliards en 2004). Cette évolution s'explique essentiellement par l'accroissement de l'endettement net des intermédiaires financiers résidents sur les marchés interbancaires à l'étranger.

I | 3 Les transferts courants

Les transferts courants nets à destination des non-résidents sont régulièrement déficitaires, en raison principalement des versements effectués par les administrations publiques françaises aux institutions de l'Union européenne, qui sont supérieurs aux sommes reçues.

En 2005, le déficit est le plus élevé depuis 1990 : il s'établit à 22,2 milliards d'euros (17,7 milliards en 2004), sous l'effet de l'accroissement des transferts courants des administrations publiques destinés aux institutions communautaires. En raison de l'élargissement de l'Union européenne, ceux-ci augmentent sensiblement pour atteindre 18,5 milliards d'euros en 2005 (16,0 milliards en 2004).

2 | Le compte financier

En 2005, le compte financier de la balance des paiements a présenté un solde débiteur de 15,2 milliards d'euros, en augmentation par rapport à 2004 (3,3 milliards). La forte réduction des sorties nettes de capitaux au titre des investissements de portefeuille et les ventes nettes de titres détenus comme avoirs de réserve n'ont pas suffi à compenser l'accroissement des sorties nettes d'investissements directs et la réduction des entrées nettes au titre des « autres investissements ».

2 | 1 Les investissements directs

En 2005, année marquée par une forte croissance mondiale, la poursuite du processus de libéralisation du secteur de l'énergie en Europe et une nouvelle vague de concentration à l'échelle mondiale, le solde débiteur des investissements directs a doublé, à - 41,9 milliards d'euros, les investissements directs français à l'étranger (93 milliards) comme les investissements directs étrangers en France (51,1 milliards) ayant été multipliés par deux.

Tableau 3 Compte financier

(flux nets en milliards d'euros)

	2003	2004	2005
Compte financier	9,7	- 3,3	- 15,2
Investissements directs	- 9,4	- 20,6	- 41,9
Français à l'étranger	- 47,1	- 45,9	- 93,0
Étrangers en France	37,7	25,3	51,1
Investissements de portefeuille	5,8	- 46,6	- 9,2
Avoirs (résidents sur titres émis par des non-résidents)	- 170,6	- 179,9	- 191,4
Actions et titres d'OPCVM	- 42,3	- 49,1	- 42,9
Obligations et assimilés	- 101,3	- 119,3	- 137,0
Instruments du marché monétaire	- 27,0	- 11,5	- 11,5
Engagements (non-résidents sur titres émis par des résidents)	176,4	133,3	182,1
Actions et titres d'OPCVM	18,1	25,0	52,6
Obligations et assimilés	144,2	94,1	110,8
Instruments du marché monétaire	14,1	14,2	18,7
Produits financiers dérivés	- 6,1	5,0	8,2
Autres Investissements	21,6	62,4	20,7
Avoirs	- 13,7	- 91,4	- 228,2
Engagements	35,3	153,9	248,8
Avoirs de réserve	- 2,2	- 3,5	7,1

Un tel niveau de sorties nettes de capitaux au titre des investissements directs n'avait plus été atteint depuis 2001.

Après le désendettement opéré par les grandes multinationales depuis plusieurs années, et dans un contexte boursier de nouveau favorable aux opérations de fusions et acquisitions, plusieurs transactions transfrontières d'envergure ont contribué à l'essor des investissements directs français à l'étranger qui retrouvent leur niveau de 2001. En première analyse

et au vu de la composition des flux, il est néanmoins difficile d'apprécier la contribution de ces opérations à la progression des investissements directs. En effet, les opérations en capital social (qui correspondent à des acquisitions ou prises de participation de sociétés résidentes au capital d'entreprises non résidentes) n'ont augmenté que de 10 % en 2005, à 27,1 milliards, tandis que les « autres opérations » (qui sont constituées de prêts et mouvements de trésorerie intragroupe) ont quintuplé, expliquant près de 90 % de l'accroissement des investissements français à l'étranger par rapport à l'année précédente. Une proportion élevée des fusions et acquisitions transfrontières est désormais financée par des prêts intragroupes en faveur de filiales situées à l'étranger qui finalisent les opérations (cf. encadré).

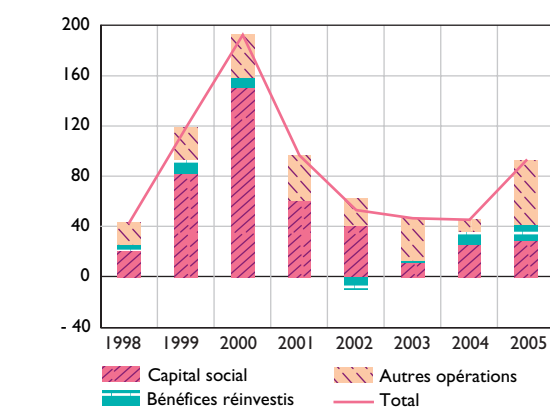
En outre, les opérations de fusions et acquisitions transfrontières ont eu une incidence sur d'autres lignes du compte financier de la balance des paiements. Les flux sortants d'investissements directs français à l'étranger sont ainsi allés de pair avec des flux entrants au titre des investissements de portefeuille et des « autres investissements ». En ce qui concerne les investissements de portefeuille, des entrées de capitaux ont été enregistrées, tenant à l'attribution d'actions de la part des acquéreurs français aux actionnaires des entreprises cibles non résidentes dans le cadre d'opérations réalisées en partie par échange de titres, ou en liaison avec des émissions obligataires effectuées pour financer les opérations et souscrites en partie par des non-résidents. Pour les « autres investissements », les entrées de capitaux enregistrées correspondent à la part des banques non résidentes dans les *pools* bancaires mis en place dans le cadre de crédits syndiqués.

Les investissements directs français à l'étranger ont concerné majoritairement les pays de la zone euro (55 %). Néanmoins, l'accroissement des flux d'une année sur l'autre s'explique, pour un peu plus de la moitié, par les opérations réalisées hors de la zone euro. En 2005, les destinations privilégiées des investissements directs français à l'étranger ont été la Belgique (15 %), les Pays-Bas, l'Italie et le Royaume-Uni (12 % chacun) et les États-Unis (10 %).

L'accroissement des investissements directs étrangers en France observé en 2005 est dû, pour plus de 40 %, aux opérations en capital social. Hors investissements immobiliers, les investissements en capital social se sont en effet élevés à 8,7 milliards, alors que

Graphique 7 Les investissements directs français à l'étranger

(en milliards d'euros)



ENCADRÉ

Les modalités de financement des principales opérations françaises de fusion-acquisition à l'étranger

Le doublement des flux d'investissements directs en 2005 est à rapprocher du mouvement de reprise des fusions-acquisitions observé au cours de la même année. Ainsi, les opérations françaises à l'étranger en capital social liées directement à des fusions-acquisitions ont été multipliées par quatre, à 25,5 milliards d'euros. Afin de mieux comprendre l'impact de ces transactions sur les statistiques d'investissements directs (et, au-delà, sur l'ensemble du compte financier de la balance des paiements), on a cherché à déterminer le mode et la provenance du financement pour les principales opérations de fusions-acquisitions françaises à l'étranger réalisées en 2005. Une dizaine de transactions a été retenue (dont quatre de montant unitaire supérieur à 5 milliards d'euros) pour lesquelles des informations suffisamment détaillées étaient disponibles : au total, ces opérations représentent 32,2 milliards d'euros selon des données de presse.

Sur les 32,2 milliards d'euros recensés, 31,6 milliards figurent dans les statistiques d'investissements directs français à l'étranger de la balance des paiements, selon la répartition suivante :

- 20,9 milliards d'euros d'opérations en capital social, correspondant aux acquisitions proprement dites ;
- 10,7 milliards d'euros « d'autres opérations », c'est-à-dire de prêts entre affiliés. Les principaux groupes français disposent, désormais, d'un réseau de filiales à l'étranger en mesure d'effectuer directement des acquisitions pour le compte du groupe dans leur pays d'implantation. Ces filiales peuvent alors recevoir le financement nécessaire en provenance de leur maison mère (voire d'autres sociétés du groupe), sous la forme de prêts entre affiliés, enregistrés dans les « autres opérations ». Ainsi, la forte progression des flux de balance des paiements, également constatée sur ce poste, n'est-elle pas indépendante des opérations de fusions-acquisitions.

Les différents modes de financement de ces opérations ainsi que leur provenance, sont présentés dans le tableau ci-contre. Il apparaît que :

- la moitié du financement des opérations recensées (soit 16,0 milliards d'euros) correspond à de l'endettement bancaire, avec un équilibre entre établissements résidents et non résidents ;
- un peu moins du tiers (10,0 milliards) résulte des augmentations de capital des groupes acquéreurs, dont 5,7 milliards apportés par des non-résidents ;
- le reste a été autofinancé, à hauteur de 3,2 milliards, ou financé par émission de titres de dette (principalement des obligations), pour 2,4 milliards.

Les fusions-acquisitions françaises à l'étranger donnent donc lieu à différentes opérations qui sont enregistrées dans plusieurs postes du compte financier de la balance des paiements :

- dans les investissements directs, pour les financements apportés par les groupes acquéreurs à leur filiale pour effectuer la transaction proprement dite ;
- dans les investissements de portefeuille et les « autres investissements », pour les financements apportés par, respectivement, les investisseurs et les établissements de crédit non résidents aux groupes acquéreurs. Le solde net de ces différents enregistrements correspond à la part du financement collectée par les groupes acquéreurs auprès de résidents.

(en milliards d'euros, part en %)

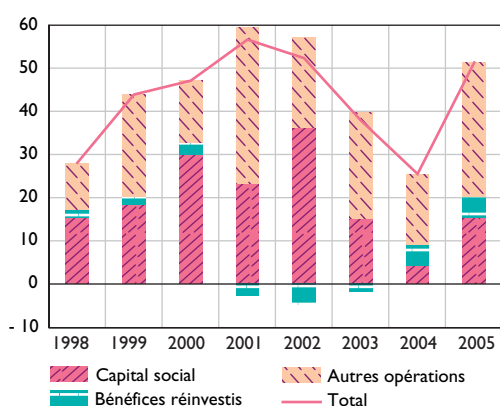
	En provenance de résidents		En provenance de non-résidents		Total
	Montant	Part	Montant	Part	
Autofinancement	3,2	100,0	—	—	3,2
Augmentation de capital	4,3	43,2	5,7	56,8	10,0
Endettement sur les marchés	2,0	82,6	0,4	17,4	2,4
Endettement bancaire	8,2	51,2	7,8	48,8	16,0
Total	17,7	56,0	13,9	44,0	31,6

(en milliards d'euros)

	Montant
Investissements directs	
Français à l'étranger	- 31,6
Capital social	- 20,9
Autres opérations	- 10,7
Investissements de portefeuille	
Engagements	6,1
Actions	5,7
Obligations	0,4
Autres investissements	
Engagements	7,8
Solde net	- 17,7

Graphique 8 Les investissements directs étrangers en France

(en milliards d'euros)



l'année 2004 avait enregistré des désinvestissements de 1,7 milliard³ de la part des non-résidents. Cette amélioration tient plus à la forte réduction des désinvestissements étrangers qu'aux nouveaux investissements, ces derniers n'ayant progressé que de 8 % par rapport à 2004. Ce sont les « autres opérations »⁴, qui ont quasiment doublé, qui représentent la plus grande part des investissements directs étrangers en France.

Par ailleurs, les investissements immobiliers étrangers en France ont progressé de 12 % à 6,6 milliards d'euros mais restent toutefois inférieurs à leur niveau de 2003 (9,1 milliards). Cet accroissement est à relier au dynamisme du marché immobilier résident qui contraste avec des marchés plus stabilisés dans certains pays voisins tels que le Royaume-Uni.

Au plan géographique, la zone euro dans son ensemble demeure le premier investisseur en France avec un peu plus de 59 % du total des investissements directs, suivie par les États-Unis (18 %) et le Royaume-Uni (12 %).

2 | 2 Les investissements de portefeuille

En 2005, dans une conjoncture boursière particulièrement favorable, l'activité transfrontière entre résidents et non-résidents est restée très soutenue. Mesurée par la moyenne des flux bruts entrants et sortants, elle a en effet progressé de 16 % par rapport à 2004. Bien que l'activité des résidents sur les titres étrangers continue de représenter plus de 60 % de l'activité transfrontière liée aux investissements de portefeuille⁵, la progression constatée en 2005 s'explique, à 85 %, par la forte progression des flux bruts enregistrés sur les titres français (en hausse de 43 %).

Dans ce contexte, les investissements de portefeuille se sont soldés par des sorties nettes de 9,2 milliards d'euros, en fort retrait par rapport aux sorties de 46,6 milliards enregistrées l'année précédente, principalement en raison du rebond de 37 % des achats nets de titres français par les non-résidents. En particulier, les achats d'actions françaises par les non-résidents ont doublé en 2005.

Les achats nets de titres étrangers par les résidents ont progressé de 11,5 milliards, à 191,4 milliards d'euros, l'augmentation de leurs acquisitions d'obligations ayant largement compensé la légère réduction de leurs achats nets d'actions et titres d'OPCVM.

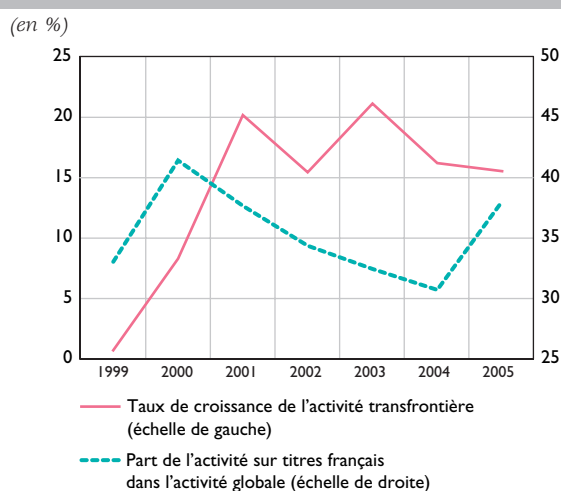
Au plan géographique, les résidents ont accru de 43 % leurs achats de titres émis dans la zone euro (essentiellement des obligations), tandis qu'ils diminuaient d'un quart leurs acquisitions de titres émis à l'extérieur de la zone euro. Ainsi en 2005, la part des titres de la zone euro dans le total des achats nets des résidents a fortement progressé, à 62 %, contre 47 % en 2004. Par ailleurs, on note que 43 % des titres étrangers émis hors de la zone euro et achetés par les résidents étaient libellés en euros. Il en résulte que l'euro a été la monnaie de libellé de plus des trois quarts de l'ensemble des titres acquis au cours de l'année.

³ Néanmoins, en 2004, certains désinvestissements ont en partie été dus à la règle de classification entre investissement direct et investissement de portefeuille. En effet, suite à une fusion entre deux groupes du secteur pharmaceutique, un investissement direct étranger dans l'entreprise cible a été dilué, passant sous la barre des 10 %. Il en a résulté l'enregistrement d'un désinvestissement direct et d'un investissement de portefeuille pour un montant équivalent.

⁴ Cette ligne recense les opérations de trésorerie et prêts intra-groupes, et donc en particulier les prêts consentis par les maisons mères étrangères à leurs filiales françaises pour favoriser le développement de ces dernières.

⁵ Pour plus de détails, ainsi que pour des informations sur la structure du portefeuille des résidents et des non-résidents, se référer à l'article sur la position extérieure de la France, dans ce numéro.

Graphique 9 Taux de croissance de l'activité transfrontière



Les achats nets de titres français par les non-résidents ont progressé de quasiment 50 milliards d'euros, à 182,1 milliards. La progression est due, pour 57 %, aux flux nets sur actions et assimilées, pour 34 %, aux flux nets sur obligations et, pour 9 %, aux achats nets d'instruments du marché monétaire.

Les investissements des non-résidents sur les actions françaises ont été les plus importants depuis 2000. En particulier, les non-résidents ont acquis pour 24,5 milliards d'euros d'actions des entreprises résidentes du CAC 40, environ un quart de ces flux reflétant les échanges de titres ayant servi à financer partiellement des opérations de fusions et acquisitions à l'étranger. Par ailleurs, l'importance des bénéfices anticipés et réalisés en 2005 par les entreprises françaises a favorisé le positionnement des investisseurs non résidents sur les valeurs françaises.

Les titres français acquis par les non-résidents ont été dans leur très grande majorité libellés en euros (86 %). Sur les 26,3 milliards d'euros de titres en devises acquis par les non-résidents, 84 % étaient émis par les institutions financières monétaires (IFM) qui sont les entités qui s'endettent le plus en devises pour financer leurs investissements et prêts à l'étranger.

Depuis deux ans, ce sont les opérations des IFM qui déterminent le solde net des investissements de portefeuille :

- en 2004, les IFM avaient acquis pour 83,2 milliards de titres étrangers, alors que les non-résidents

n'avaient acheté que pour 35 milliards de titres émis par les IFM. La différence correspondait quasiment aux sorties nettes d'investissements de portefeuille enregistrées sur l'année (46,6 milliards). Une part importante des achats de titres des IFM avait été financée, directement ou indirectement, par une progression de leurs engagements nets sous forme « d'autres investissements » vis-à-vis des non-résidents (38,8 milliards d'euros) ;

Précisions méthodologiques

Par construction, la balance des paiements est conçue comme un document de nature comptable, équilibré sur chaque période, la somme des crédits et la somme des débits étant équivalentes. Tout solde partiel considéré isolément doit donc avoir sa contrepartie comptable : ainsi le solde des transactions courantes est-il contrebalancé, en principe, par les soldes du compte de capital et du compte financier. Toutefois, comme les opérations sont déclarées par des sources différentes, selon des périodicités propres et en partie à la suite d'estimations, des oublis ou des erreurs de déclaration peuvent se produire, mais aussi des décalages temporels et des écarts de montants entre les déclarations et leurs contreparties. De ce fait, la stricte égalité des débits et crédits ne peut pratiquement jamais être réalisée et le solde de tous les écarts est imputé aux « erreurs et omissions nettes ».

Sur l'ensemble de l'année 2005, le montant des erreurs et omissions a atteint le montant exceptionnellement élevé en termes annuels de 41,6 milliards d'euros, avant de revenir à - 6,9 milliards en cumul glissant sur douze mois en avril 2006. Des désajustements dans les déclarations des banques résidentes, qui éprouvent de plus en plus de difficultés à déterminer le statut de résident ou de non-résident de leur clientèle, la difficulté d'appréhender les crédits syndiqués accordés par des établissements de crédit non résidents à des entreprises françaises, les problèmes rencontrés dans les déclarations relatives aux opérations sur les titres du marché monétaire sont, vraisemblablement, les principales raisons qui expliquent le gonflement, puis le retournement, des erreurs et omissions à partir du second semestre 2005.

De manière générale, et comme on le voit aussi chez nos partenaires de la zone euro, l'augmentation des échanges transfrontières, l'internationalisation et la sophistication croissantes des activités financières rendent plus complexe l'élaboration des balances des paiements, ce qui se traduit par une augmentation de l'amplitude et de la volatilité des erreurs et omissions depuis quelques années.

- en 2005, la forte contraction des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille (de 46,6 milliards d'euros à 9,2 milliards) tient en grande partie aux opérations des IFM. Par rapport à l'année précédente, celles-ci ont réduit de 5,2 milliards d'euros leurs achats nets de titres étrangers, tandis que les non-résidents ont accru de 27,1 milliards leurs achats de titres émis par des IFM résidentes. Parallèlement, comme cela est exposé ci-après, les IFM ont cessé d'accroître leurs engagements nets sous forme « d'autres investissements » vis-à-vis de l'étranger.

2 | 3 Les « autres investissements » (dépôts-crédits) et les avoirs de réserve

Les « autres investissements »

Les engagements nets des résidents vis-à-vis de l'extérieur au titre des « autres investissements » se sont accrus de 20,7 milliards d'euros en 2005, contre 62,4 milliards en 2004. Pourtant les IFM, qui réalisent l'essentiel des opérations enregistrées sous cette rubrique, ont vu leurs créances nettes vis-à-vis des non-résidents augmenter de 2,3 milliards d'euros (contre une hausse de 38,8 milliards de leurs engagements nets en 2004). Ce solde masque des évolutions très contrastées :

- au plan géographique, les IFM ont été prêteuses nettes à hauteur de 33,8 milliards (dont 94 % en euros) aux contreparties résidant dans la zone euro, alors qu'elles ont contracté des engagements nets pour 31,5 milliards (avec une proportion euro/devises proche de l'équilibre) vis-à-vis de contreparties situées hors de la zone euro ;

- les IFM ont été prêteuses nettes en euros (pour 14,9 milliards) et emprunteuses nettes en devises (pour 12,5 milliards d'euros).

L'essentiel de l'augmentation des engagements nets des résidents vis-à-vis de l'extérieur au titre des « autres investissements » s'explique par les emprunts contractés par les « autres secteurs » auprès de non-résidents (18,8 milliards d'euros), dont plus de la moitié reflète la mise en place de crédits syndiqués ayant servi à financer des opérations de fusions et acquisitions réalisées par des groupes français sur des cibles étrangères.

Enfin, les administrations publiques ont effectué des désengagements nets vis-à-vis des non-résidents pour 3,3 milliards d'euros en 2005.

Les avoirs de réserve

Les flux d'avoirs de réserve font apparaître des ventes nettes, à hauteur de 7,1 milliards d'euros, qui s'expliquent à la fois par des ventes d'or (1,9 milliard), une réduction de 1,4 milliard de la position de réserve au FMI et des ventes nettes de devises étrangères pour 3,8 milliards.

La position extérieure de la France à fin 2005

Dominique NIVAT, Nadine GUILLAUME

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

La position extérieure recense les stocks d'avoirs et d'engagements financiers des résidents vis-à-vis de l'extérieur, évalués, en principe, à leur valeur de marché. Elle permet ainsi d'apprécier et d'analyser la situation patrimoniale des résidents d'un pays et son évolution au cours du temps. Reflétant l'ensemble des flux antérieurs de balance des paiements, la position extérieure prend également en compte les changements de valeur liés aux gains et pertes en capital ou aux variations des taux de change.

À la fin de l'année 2005, la position extérieure nette de la France s'est établie à 1 64 milliards d'euros (près de 10 % du PIB), les avoirs (actifs étrangers détenus par les résidents) se montant à 4 142 milliards (245 % du PIB) et les engagements (actifs français détenus par des non-résidents) à 3 978 milliards (235 % du PIB). Par rapport à la fin 2004, les avoirs ont progressé de 858 milliards d'euros (soit 26 %), la position créditrice nette s'améliorant de quelque 46 milliards.

L'augmentation rapide des avoirs et des engagements de la position extérieure en 2005 reflète plusieurs facteurs qui traduisent l'internationalisation de l'économie française : ampleur des échanges de biens et services enregistrés au cours de l'année dernière, poursuite de la diversification internationale des portefeuilles-titres des résidents, forte augmentation de la détention de titres français par les non-résidents, nombreuses opérations de fusion-acquisition transfrontières et, enfin, essor de l'activité des banques résidentes. Elle tient aussi, en partie, aux effets de change et à l'évolution de la valeur des actifs boursiers.

S'agissant de la position nette, l'essentiel de l'amélioration entre fin 2004 et fin 2005 provient de l'impact positif de l'appréciation des devises et de l'or sur la valeur des investissements directs, des investissements de portefeuille et des avoirs de réserve. En particulier, la dépréciation de l'euro a contribué à l'amélioration de la position nette des investissements directs (dont la quasi-totalité des engagements est libellée en euros alors qu'un tiers des avoirs est libellé en devises) et, dans une moindre mesure, à celle de la position nette des investissements de portefeuille. En revanche, la position des « autres investissements », débitrice en devises, s'est détériorée.

Les modifications de prix des actifs financiers liées aux évolutions boursières ont eu peu d'incidence sur la position nette globale car l'amélioration enregistrée pour les investissements directs a été compensée par un effet défavorable sur les investissements de portefeuille, les actions françaises détenues par les non-résidents ayant été davantage revalorisées que les actions étrangères détenues par les résidents.

Au sein des investissements directs, la part des prêts entre affiliés a augmenté, au détriment de celle des capitaux propres. Par ailleurs, les stocks d'investissements de portefeuille ont nettement progressé : les résidents ont réalisé d'importantes acquisitions sur les marchés internationaux, tandis que les non-résidents sont revenus sur le marché des actions françaises tout en confirmant leur prédilection pour les titres de dette émis par les résidents et, en particulier, pour les titres publics, dont ils sont depuis deux ans les principaux détenteurs.

Mots clés : Position extérieure, investissements directs, investissements de portefeuille

Code JEL : F21

1| Une progression des avoirs et des engagements

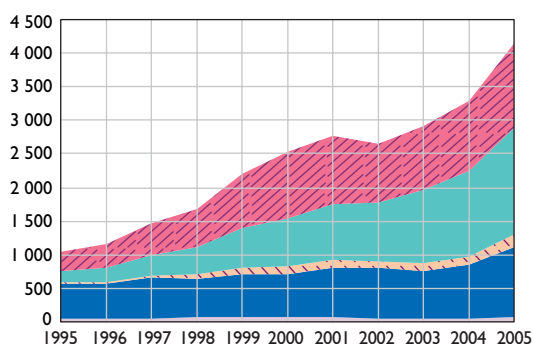
L'accroissement rapide des avoirs et des engagements de la position extérieure observé depuis plus de dix ans est un signe de l'internationalisation de l'économie française. La tendance s'est accélérée à compter de 2002 du fait d'une reprise des flux financiers, en particulier vers et en provenance de la zone euro, ainsi que sous l'effet des gains dus à la progression générale des cours sur les marchés boursiers, en France comme à l'étranger.

Graphiques 1 et 2 Avoirs et engagements

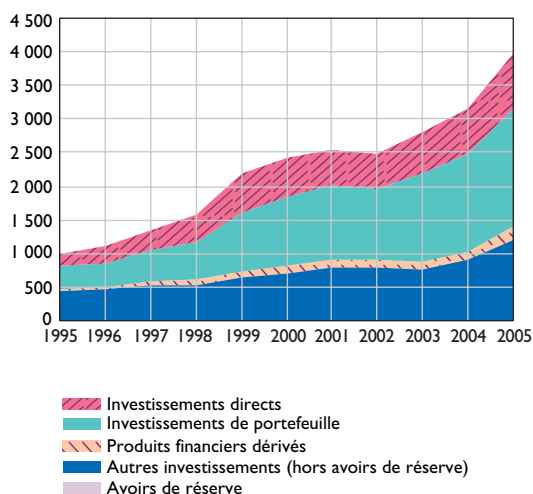
Avec investissements directs en valeur de marché

(en milliards d'euros)

Avoirs



Engagements



2| Une amélioration de la position extérieure nette

À fin 2005, la position extérieure nette s'est établie à 164,0 milliards d'euros, après 118,3 milliards à fin 2004, avec une évaluation des investissements directs au prix de marché, et à - 72,6 milliards, après - 79,6 milliards, avec des investissements directs exprimés en valeur comptable (cf. encadré).

La progression de la position extérieure avec investissements directs en valeur de marché (45,7 milliards d'euros au total) tient, pour les deux tiers environ, aux variations de change et, pour un tiers, aux flux financiers nets de balance des paiements. Bien que les évolutions des cours de bourse aient eu un impact important sur la valeur des avoirs et des engagements d'investissements directs et de portefeuille, leur effet global sur la position nette a été limité. L'impact des variations de prix sur la valeur des capitaux propres et des investissements immobiliers (38,6 milliards d'euros) a contribué à accroître la position créditrice des investissements directs ; inversement, l'évolution des cours de bourse a concouru à creuser la position débitrice des investissements de portefeuille (de 42,6 milliards d'euros), en raison de la forte hausse du cours des actions françaises en 2005.

Tableau 1 Position extérieure nette de la France

(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005
Investissements directs nets					
En valeur comptable	242,3	191,8	155,8	154,0	214,0
En valeur de marché	496,3	316,1	345,8	351,9	450,5
Investissements nets de portefeuille	- 291,5	- 165,9	- 203,4	- 178,8	- 192,7
Produits financiers dérivés nets	5,7	- 4,0	- 9,0	- 4,6	- 14,7
Autres investissements nets	- 52,5	- 48,7	- 66,1	- 107,0	- 142,2
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0
Position extérieure nette					
Avec les investissements directs en valeur comptable	- 29,3	32,1	- 66,7	- 79,6	- 72,6
En % du PIB	- 2,0	2,1	- 4,2	- 4,8	- 4,3
Avec les investissements directs en valeur de marché	224,6	156,4	123,3	118,3	164,0
En % du PIB	15,0	10,1	7,8	7,2	9,7

NB : Pour ce tableau et les suivants, en raison des écarts d'arrondis un agrégat peut ne pas être exactement égal au total de ses composantes.

L'impact positif de la dépréciation de l'euro vis-à-vis des principales devises étrangères sur les stocks d'investissements directs et d'investissements de portefeuille a été partiellement contrebalancé par un effet inverse sur les « autres investissements ». En effet, si la part des avoirs libellés en devises est plus importante que celle des engagements libellés en devises, pour les investissements directs comme pour les investissements de portefeuille, c'est l'inverse pour les « autres investissements », dont les engagements sont en grande partie libellés en devises. Par ailleurs, la forte progression du cours de l'or a contribué à la revalorisation des avoirs de réserve.

Graphique 3 Position extérieure nette de la France

(en milliards d'euros)

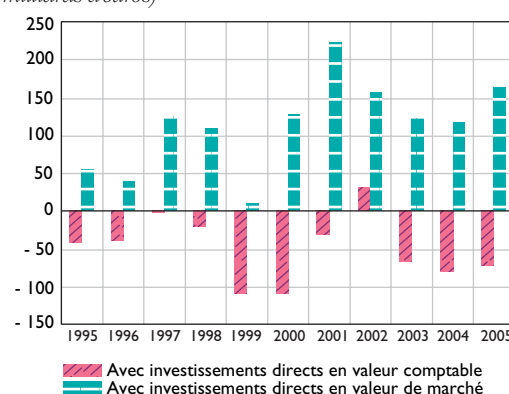


Tableau 2 Évolution de la position extérieure nette de la France

Avec estimation des investissements directs en valeurs de marché

(en milliards d'euros)

	Stocks à fin 2004	Transactions (a)	Variations dues aux cours de change (a)	Variations dues aux cours de bourse (a)	Variations dues aux changements de volume (a)	Stocks à fin 2005
	1	2	3	4	5	6 = (1 + 2 + 3 + 4 + 5)
Investissements directs nets	351,9	41,9	18,1	38,6	0,0	450,5
Français à l'étranger	1 033,3	93,0	21,4	114,1	0,0	1 261,8
Étrangers en France	- 681,4	- 51,1	- 3,3	- 75,5	0,0	- 811,3
Investissements de portefeuille nets	- 178,8	9,2	13,0	- 42,6	6,5	- 192,7
Titres étrangers	1 283,3	191,4	27,3	63,2	9,0	1 574,1
Titres français	- 1 462,1	- 182,2	- 14,3	- 105,8	- 2,5	- 1 766,8
Produits financiers dérivés nets	- 4,6	- 8,2	0,0	0,0	- 1,8	- 14,7
Avoirs	123,9	—	—	—	—	191,7
Engagements	- 128,5	—	—	—	—	- 206,4
Autres investissements nets (hors avoirs de réserve)	- 107,0	- 20,7	- 14,6	0,0	0,0	- 142,2
Créances	786,7	228,2	36,2	—	0,0	1 051,1
Engagements	- 893,7	- 248,8	- 50,8	—	0,0	- 1 193,3
Avoirs de réserve	56,8	- 7,1	13,3	—	0,0	63,0
Position nette	118,3	15,2	29,8	- 4,0	0,7	164,0
Avoirs	3 283,9	—	—	—	—	4 141,8
Engagements	- 3 165,7	—	—	—	—	- 3 977,8

(a) En signe de position :

Sans signe : augmentation des créances ou diminution des engagements

Signe (-) : diminution des créances ou augmentation des engagements

3| Une hausse de la position nette des investissements directs

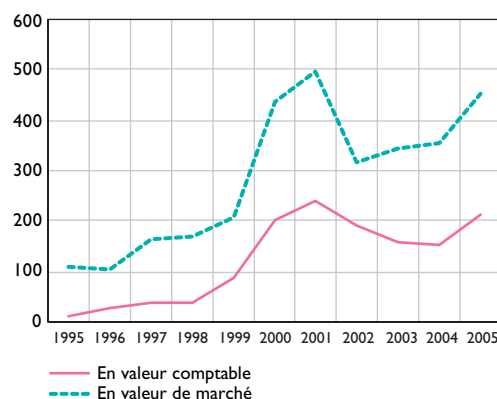
Le stock des investissements directs français à l'étranger en valeur de marché a augmenté de 228,5 milliards d'euros par rapport à 2004 (22 %) pour s'établir à 1 261,8 milliards (75 % du PIB), tandis que le stock des investissements directs étrangers en France s'est accru de 129,8 milliards, à 811,3 milliards fin 2005 (48 % du PIB).

Ainsi, la position nette des investissements directs en valeur de marché a enregistré une progression de près de 100 milliards d'euros, pour atteindre 450,5 milliards en fin d'année 2005. Les flux nets de balance des paiements ont contribué pour 41,9 milliards d'euros à la progression de la position et les effets de change et de valorisation boursière pour 56,7 milliards.

Contrairement à ce que l'on avait observé lors des trois dernières années, la position nette des investissements directs en valeur comptable s'est aussi fortement améliorée en 2005, atteignant

Graphique 4 Position nette des investissements directs
En valeur comptable et en valeur de marché nette

(en milliards d'euros)



214,0 milliards d'euros en fin d'année (cf. tableau 3), principalement du fait des importantes sorties nettes d'investissements directs enregistrées en balance des paiements au cours de l'année.

Tableau 3 Stocks des investissements directs

(en valeur comptable, en milliards d'euros)

	Stocks 2004	Transactions	Autres variations	Stocks 2005
Investissements directs français à l'étranger	608,8	93,0	21,4	723,2
Capitaux propres	393,9	40,0	16,2	450,1
Autres opérations	204,3	50,8	5,2	260,3
Investissements immobiliers	10,6	2,2	0,0	12,8
Investissements directs étrangers en France	- 454,9	- 51,1	- 3,3	- 509,3
Capitaux propres	- 225,9	- 13,6	0,0	- 239,5
Autres opérations	- 178,2	- 30,9	- 3,3	- 212,4
Investissements immobiliers	- 50,7	- 6,6	0,0	- 57,4
Position des investissements directs	154,0	41,9	18,1	214,0

ENCADRÉ

Méthodes de valorisation des investissements directs

Les capitaux propres des sociétés investies et les investissements immobiliers font l'objet de deux types d'évaluation : en valeur comptable et en valeur de marché.

La valeur comptable des sociétés investies est une donnée des enquêtes annuelles sur les stocks d'IDE.

La valeur de marché des sociétés cotées françaises et étrangères est calculée selon la méthode suivante :

$$\text{Valeur de marché}_{\text{année } n} = \frac{\text{capital social investi}_{\text{année } n} \times \text{cours du titre au 31 décembre année } n}{\text{valeur nominale du titre au 31 décembre année } n}$$

S'agissant des sociétés non cotées, la méthode de valorisation est différente selon que l'on valorise les sociétés françaises ou étrangères :

- les sociétés résidentes investies sont réparties en secteurs économiques pour lesquels on a préalablement déterminé un ratio de « capitalisation boursière sur situation nette des sociétés cotées » ; on applique ensuite aux capitaux propres de ces sociétés résidentes non cotées les ratios de capitalisation sectoriels des sociétés cotées minorés de 25 % au titre de la décote d'illiquidité.
- pour les entreprises étrangères, un indice composite représentant l'évolution des principales bourses étrangères et des principaux taux de change est appliqué au dernier stock calculé en valeur de marché.

Les calculs sont réalisés sur la base des enquêtes de stocks disponibles. Pour l'année la plus récente, ils sont actualisés globalement par application du taux de progression du SBF 250, minoré de 25 % pour les sociétés non cotées, ou d'un indice boursier composite retraçant l'évolution des principales bourses étrangères et des taux de change correspondants, également minoré pour les filiales étrangères non cotées, et par la prise en compte des flux enregistrés sur les périodes suivantes.

Le calcul des stocks d'investissements immobiliers en valeur de marché est établi :

- à partir d'indices de valorisation propres à chaque pays pour les stocks immobiliers aux États-Unis, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, au Luxembourg, en Allemagne, en Suisse, en Belgique, en Espagne et en Italie (et d'une moyenne de ces indices pour le reste du monde) ;
- à partir d'indices reflétant les évolutions des prix de l'immobilier du logement ancien et des bureaux pour les investissements étrangers en France.

4| Un creusement de la position débitrice des investissements de portefeuille

En 2005, la position débitrice de la France en investissements de portefeuille vis-à-vis de l'étranger s'est détériorée, pour s'établir à - 192,7 milliards d'euros, après - 178,9 milliards en 2004. Alors que les flux nets de balance des paiements ont apporté une contribution positive de 9,2 milliards d'euros, l'évolution globale tient à des effets de valorisation négatifs de 23,2 milliards.

Une accélération de la progression des investissements des résidents en titres étrangers

Les créances des résidents en titres étrangers se sont accrues de 290,8 milliards d'euros (23 %), témoignant du renforcement de l'internationalisation du portefeuille-titres des résidents observée depuis plusieurs années (cf. graphique 5) ¹.

Le stock d'actions étrangères, hors titres d'OPCVM, a augmenté de 92,7 milliards d'euros, soit une hausse de 36 % d'une année sur l'autre. Un tiers de cette progression est imputable aux achats réalisés par les résidents, les deux autres tiers tenant aux effets combinés des variations de change et des cours de bourse, particulièrement importants en 2005. Le stock de titres de dette à plus d'un an a progressé pour sa part de 157,7 milliards d'euros (soit 19 %, cf. tableau 4).

À la fin de l'année 2005, le portefeuille des résidents en valeurs étrangères était composé, principalement, de titres de dette à plus d'un an (64 %) et d'actions (22 %), puis d'instruments du marché monétaire et de parts d'OPCVM. La part des titres libellés en euros a légèrement diminué en 2005, mais elle est restée prépondérante, à plus de 76 %. Il est à noter que, s'agissant des titres de dettes, la part des titres libellés en euros dans le portefeuille des résidents est majoritaire non seulement pour ceux émis dans des pays de la zone euro, mais aussi pour

les valeurs émises par des résidents de pays situés hors de la zone euro.

Les non-résidents ont réalisé des acquisitions record d'obligations en 2005 et effectué un retour sur les actions françaises

Le portefeuille des non-résidents en titres français a progressé de 304,7 milliards d'euros, soit 21 % (cf. graphique 6). Cette progression marque une accélération par rapport aux années précédentes, comparable à celle que l'on observe pour le portefeuille des résidents en titres étrangers.

Le stock d'actions (hors OPCVM) détenues par les non-résidents a augmenté de 124,1 milliards (33 %). Les acquisitions nettes d'actions françaises par les non-résidents, les plus importantes depuis l'année deux mille, ont presque représenté le quart de cette augmentation, les effets de valorisation y contribuant pour plus de 90 milliards d'euros (cf. tableau 4). On relève également que, entre le début et la fin de l'année 2005, les non-résidents ont augmenté de deux points leur taux de détention de la capitalisation boursière des principales sociétés françaises, portant celui-ci à 46,4 % du total ².

Le stock de titres de dette à plus d'un an détenus par les non-résidents a progressé de 132,6 milliards d'euros, soit 14 %. Cette augmentation est due, pour 59 %, à la croissance du stock de titres publics et, pour 38 %, à la hausse du stock de titres émis par les institutions financières monétaires.

Les évolutions observées en 2005 ont confirmé une tendance apparue à la fin des années quatre-vingt-dix. Parmi les titres de dette à plus d'un an, qui constituent l'essentiel du portefeuille des non-résidents en titres français (60 % à fin 2005), les non-résidents privilégient les titres émis par les administrations publiques (qui représentent 51 % du total) et, dans une moindre mesure, les titres émis par les institutions financières monétaires (28 % du total). D'après les résultats de la dernière enquête CPIS ³, qui couvrent les stocks à fin 2004, les résidents de la zone euro seraient légèrement majoritaires (54 %) parmi les détenteurs non résidents de titres de dette à plus d'un an émis en France.

¹ La position-titres à la fin de l'année dernière (2005 en l'occurrence) est établie, pour la première fois, à partir des résultats du recensement annuel titre-à-titre du portefeuille des résidents en titres étrangers et du portefeuille des non-résidents en titres français. Jusqu'alors, les données de la position-titres étaient d'abord estimées sur la base des flux de balance et des encours précédents avant d'être établies titre-à-titre dix à douze mois après la fin de l'année de référence.

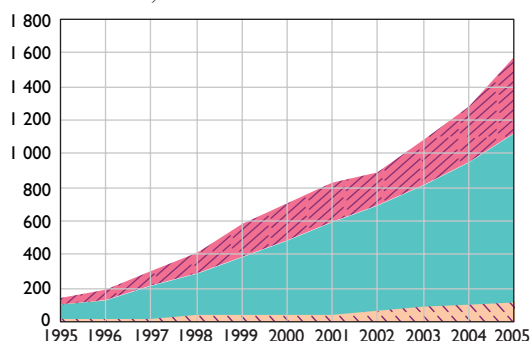
² Poulain (2006) : « La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », Bulletin de la Banque de France, n° 149, mai

³ Le Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), est une enquête mondiale sur les portefeuilles-titres internationaux, coordonnée par le FMI, qui permet de connaître, à partir de l'agrégation des données fournies par les pays participants, les pays de résidence des investisseurs ultimes, cette information ne pouvant pas être extraite directement des statistiques nationales de balance des paiements et de position extérieure.

Graphique 5 Titres étrangers détenus par les résidents

Ventilation par nature d'instruments

(en milliards d'euros)

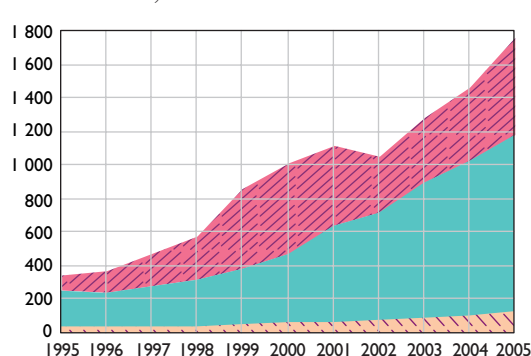


■ Actions et titres d'OPCVM ■ Titres de dette à plus d'un an ■ Titres de dette à moins d'un an

Graphique 6 Titres français détenus par les non-résidents

Ventilation par nature d'instruments

(en milliards d'euros)



La diversification internationale de la base d'investisseurs souscrivant à la dette publique négociable des administrations centrales françaises, que l'on observe depuis 1997, s'est poursuivie en 2005. Les non-résidents détenaient ainsi 56,5 % de l'encours des valeurs du Trésor fin 2005, soit une progression de près de quatre points par rapport à fin 2004 et de 34 points depuis fin 1998, en dépit de l'ampleur des émissions publiques depuis lors. En 2005, comme lors des trois années précédentes, les non-résidents ont acquis des montants de titres publics supérieurs à ceux des émissions nettes. Un point d'équilibre pourrait être atteint avec la disparition du « *home bias* » en matière de détention de titres publics au sein de la zone euro. Sous cette hypothèse, le taux de détention de la dette négociable des administrations centrales françaises pourrait, à long terme, passer, mécaniquement, de 56,5 % fin 2005 à plus de 80 %.

À titre de comparaison, on note que la composition du portefeuille des résidents en valeurs étrangères n'est pas tout à fait semblable à celle du portefeuille des non-résidents en valeurs françaises, même si leur progression est symétrique. Ainsi, alors que les obligations et valeurs assimilées représentaient 64 % du portefeuille des non-résidents en valeurs françaises fin 2005, les titres émis par les administrations publiques n'en constituaient que 37 % environ. Cette part est décroissante depuis deux ans, puisqu'elle s'élevait à 43 % fin 2003.

5| Une dégradation de la position débitrice des « autres investissements »

Le solde débiteur de la position des « autres investissements » (dépôts-crédits) s'est fortement creusé en 2005, s'établissant à - 142,2 milliards en fin d'année, contre - 107,0 milliards fin 2004, du fait, pour une large part, de l'accroissement de la position débitrice des « autres secteurs »⁴. Les entreprises d'investissement ont contribué pour 15,5 milliards à la progression de ces engagements nets, en contrepartie de leurs achats nets de titres étrangers enregistrés au sein des investissements de portefeuille.

Les engagements nets des institutions financières et monétaires sont passés de - 161,5 milliards fin 2004 à - 175,4 milliards fin 2005, suite à un effet de change plus marqué sur les engagements qui sont plus largement libellés en devises que les créances. Il est à noter que les avoirs comme les engagements des institutions financières et monétaires vis-à-vis de l'extérieur ont fortement augmenté, non seulement du fait d'une progression effective de leur activité transfrontière, mais aussi en raison du rapatriement de certaines activités d'un groupe résident vers la France, qui s'est traduit par la mise en place de prêts intragroupe.

⁴ Entreprises industrielles et commerciales, assurances, entreprises d'investissement, OPCVM non monétaires et ménages, hors crédits commerciaux.

Tableau 4 Stocks des investissements de portefeuille

Ventilation par nature d'instruments

(en milliards d'euros ; part en %)

	Stocks 2004	Transactions	Autres variations	Stocks 2005	Part de l'euro dans les stocks
Résidents sur titres étrangers	1 283,3	191,4	99,4	1 574,1	76
Actions et titres d'OPCVM	327,8	42,9	78,0	448,7	47
Actions	255,2	29,9	62,8	347,9	47
Titres d'OPCVM	72,6	13,0	15,2	100,8	50
Titres de dette à plus d'un an	849,8	137,0	20,7	1 007,5	88
Obligations	554,1	105,5	3,2	662,8	84
Autres (EMTN, ...)	295,7	31,5	17,5	344,7	94
Titres de dette à moins d'un an	105,7	11,5	0,7	117,9	89
Bons du Trésor à moins d'un an	16,2	0,3	0,3	16,8	67
Autres instruments du marché monétaire	89,5	11,2	0,4	101,1	92
Non-résidents sur titres français	- 1 462,1	- 182,2	- 122,6	- 1 766,8	89
Actions et titres d'OPCVM	- 437,3	- 52,6	- 98,4	- 588,4	99
Actions	- 381,0	- 29,1	- 95,0	- 505,1	100
Titres d'OPCVM	- 56,3	- 23,6	3,4	- 83,3	92
Titres de dette à plus d'un an	- 923,4	- 110,9	- 21,7	- 1 056,0	85
Obligations	- 280,5	- 46,3	- 5,8	- 332,6	100
BTAN	- 135,6	- 6,4	1,2	- 140,8	100
Autres (EMTN, ...)	- 507,3	- 58,2	- 17,1	- 582,6	74
Titres de dette à moins d'un an	- 101,4	- 18,6	- 2,4	- 122,4	76
Bons du Trésor	- 62,6	- 5,6	0,0	- 68,2	100
Autres instruments du marché monétaire	- 38,8	- 13,0	- 2,4	- 54,2	45
Position-titres	- 178,8	9,2	- 23,2	- 192,7	—

Tableau 5 Stocks des « autres investissements » ventilés par secteurs résidents

(en milliards d'euros)

	Stocks 2004	Transactions	Autres variations	Stocks 2005
Créances	786,7	228,2	36,3	1 051,1
Crédits commerciaux	74,5	- 4,6	3,6	73,4
Autorités monétaires	25,5	- 2,8	0,2	22,9
Administrations publiques	26,8	- 1,4	1,9	27,3
Institutions financières monétaires	578,9	235,3	26,5	840,7
Autres secteurs (a)	81,0	1,6	4,1	86,7
Engagements	- 893,7	- 248,8	- 50,8	- 1 193,2
Crédits commerciaux	- 65,4	- 4,3	- 4,7	- 74,4
Autorités monétaires	- 4,5	2,6	- 0,5	- 2,4
Administrations publiques	- 20,7	4,6	0,0	- 16,1
Institutions financières monétaires	- 740,4	- 233,0	- 42,7	- 1 016,1
Autres secteurs (a)	- 62,7	- 18,7	- 2,8	- 84,2
Position des « autres investissements »	- 107,0	- 20,7	- 14,6	- 142,2

(a) Hors crédits commerciaux

Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005

Évelyne FAM

Direction des Enquêtes et des Publications économiques

Cellule de relation avec le Réseau

La production totale de crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages a encore progressé en 2005 pour atteindre 134 milliards d'euros, après 113 milliards l'année précédente. L'activité est restée très soutenue, en dépit de l'augmentation des prix des biens immobiliers constatée au cours des dernières années. Elle a été favorisée, notamment, par un contexte de taux d'intérêt particulièrement attractifs et l'allongement de la durée des crédits.

Toutefois, l'effort financier de plus en plus important demandé aux ménages pour l'accession à la propriété, a continué de modifier la structure de la clientèle. Ainsi, selon le Crédit foncier de France (CFF)¹, la part des primo accédants s'est de nouveau réduite, tandis que celle des ménages à revenus plus élevés a progressé.

Les tendances des évolutions de la structure de la production de crédits nouveaux à l'habitat (CNH) observées ces dernières années se sont poursuivies en 2005. En particulier, les prêts du secteur concurrentiel dominant maintenant très largement le marché, aux dépens des autres catégories de prêts (réglementés et aidés).

Contrairement à l'évolution observée en 2004, c'est la production des établissements non spécialisés qui a connu la plus forte progression en 2005 (19,8 %), pour se situer à 117 milliards d'euros (soit 88,8 % du total des prêts non aidés), tandis que celle des établissements spécialisés n'augmentait que faiblement (3,4 %).

Mots clés : Crédits nouveaux à l'habitat, ancien, neuf, amélioration-travaux, répartition des financements

Code JEL : G1

¹ « Le marché immobilier 2005 »

I | La production de crédits nouveaux à l'habitat a atteint un pic historique

Les mises en force de crédits nouveaux à l'habitat ont continué d'augmenter en 2005, atteignant un nouveau record avec une production de 134 milliards d'euros, soit une progression de 18,7 %, après 18,3 % en 2004 et 22,1 % en 2003 ; les prêts non aidés se sont élevés, quant à eux, à 132 milliards², soit une progression de 17,7 %, après 18,7 % en 2004 et 22,7 % en 2003 (cf. tableau en annexe).

Au sein des prêts non aidés, les crédits mis en force dans le secteur de l'ancien, qui continuent de représenter la part la plus importante des prêts non aidés (63,5 %), se sont élevés à 83,7 milliards d'euros en 2005, soit une progression de plus de 18 % sur un an.

I | La croissance de la production de crédits demeure soutenue

Dans le logement neuf, selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de ventes (121 492 en 2005) s'est globalement accru de près de

8,3 % (8,7 % en 2004). Simultanément, la hausse des prix des appartements s'est accélérée pour atteindre 11,3 % en 2005 en moyenne annuelle (8,6 % en 2004) et celle des maisons individuelles a été de 9,0 % (6,5 % l'année précédente).

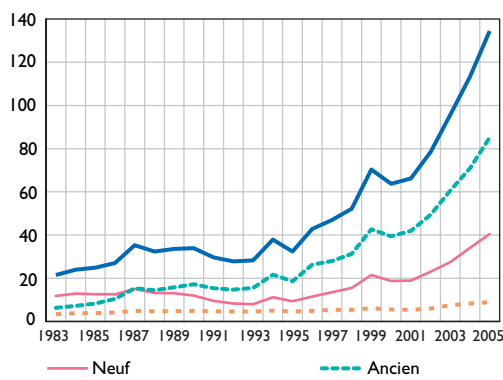
Sous l'effet de ces deux facteurs, les mises en force de crédits nouveaux à l'habitat non aidés ont enregistré dans le secteur du neuf, une progression de 19,6 % en variation annuelle (contre 25,4 % en 2004) et se situent à 39,3 milliards d'euros. Leur part du neuf dans la production totale des crédits non aidés a très légèrement progressé d'une année sur l'autre et se situe à 29,8 % (contre 29,3 % en 2004).

S'agissant de l'ancien, le ralentissement de la hausse des prix (+ 10,3 % en 2005, après + 15,5 % en 2004, selon la Fédération nationale de l'Immobilier – FNAIM, pour la France entière) a contribué au dynamisme de la demande. Par ailleurs, celle-ci a bénéficié de l'ouverture du nouveau prêt à taux zéro (NPTZ) aux opérations dans l'ancien avec ou sans travaux. Globalement, le nombre de transactions (625 000 en 2005) a ainsi progressé de 3,1 %, après avoir diminué de 2,1 % l'année précédente.

Au total, en 2005, la production de crédits non aidés dans l'ancien s'inscrit en hausse de 18,1 %

Production de crédits nouveaux à l'habitat

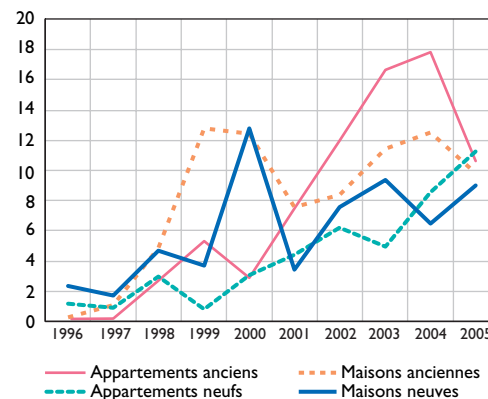
(moyenne annuelle, en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, société de Gestion des fonds de garantie de l'accession sociale (SGFGAS)

Prix dans l'ancien et le neuf France entière

(glissement annuel, en %)

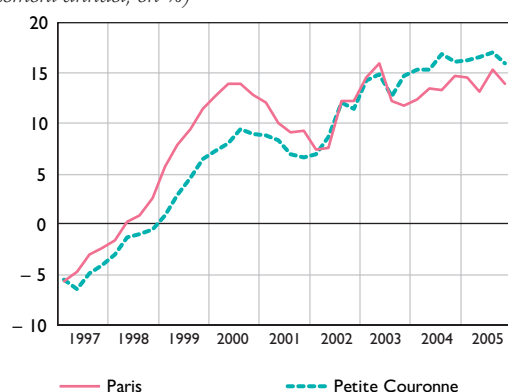


Sources : FNAIM, ministère de l'Équipement

² La centralisation CNH est le produit d'une interrogation trimestrielle des établissements de crédit. Elle recense les crédits nouveaux à l'habitat non aidés (prêts du secteur concurrentiel, prêts conventionnés et prêts d'épargne-logement) pour le montant total du prêt accordé dès le premier versement, quel que soit le montant de ce décaissement.

Prix des appartements anciens dans l'agglomération parisienne

(glissement annuel, en %)



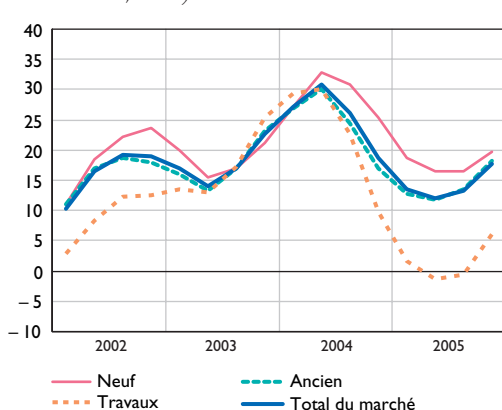
Source : INSEE notaires

(après une progression de 17 % l'année précédente), pour atteindre 83,7 milliards d'euros. Sa part par rapport au total des mises en force a légèrement progressé en 2005 (63,5 %, contre 62,3 % en 2004).

Dans le secteur de l'amélioration-entretien de l'habitat, la distribution de crédits nouveaux a enregistré une hausse annuelle de 6,2 % (contre 9,7 % précédemment) et représente 8,8 milliards d'euros. En légère baisse, leur part dans la production totale des crédits non aidés s'élève désormais à 6,7 % (après 7,5 % l'année précédente).

Taux de croissance de la production par marchés

(glissement annuel, en %)



Sources : Banque de France, SGFGAS

I | 2 La poursuite de la baisse des taux d'intérêt a constitué un facteur de soutien essentiel au marché et compensé une partie de la hausse des prix

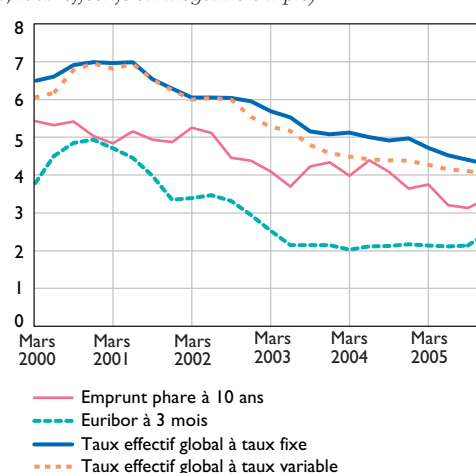
Selon les résultats de l'enquête trimestrielle sur le coût du crédit de la Banque de France, les taux ont enregistré, en 2005, en moyenne annuelle, une baisse de 52 points de base pour les prêts immobiliers à taux fixe et de 28 points de base pour les prêts immobiliers à taux variable.

Ainsi, au quatrième trimestre 2005, les taux effectifs globaux s'établissent respectivement à 4,29 % pour les prêts immobiliers à taux fixe, en repli de 68 points de base par rapport au même trimestre de l'année précédente et à 4,02 % pour les prêts immobiliers à taux variable (- 36 points de base).

À la fin de l'année 2005, toutefois, les conditions pratiquées par les établissements de crédit ont amorcé une remontée, en liaison avec le relèvement des taux directeurs de la BCE du début du mois de décembre, comme le montrent les statistiques de taux d'intérêt sur contrats nouveaux publiées par la Banque de France dans le cadre des statistiques monétaires.

Taux de référence et taux des crédits immobiliers du secteur libre

(en %, taux effectifs en moyenne simple)



Source : Banque de France

Parallèlement, la part des crédits à taux fixe et à long terme (durées supérieures à un an) s'est redressée pour atteindre 72 % en décembre 2005 (au lieu de 64 % en décembre 2004), permettant ainsi à un plus grand nombre d'emprunteurs de profiter durablement de ces niveaux de taux extrêmement favorables.

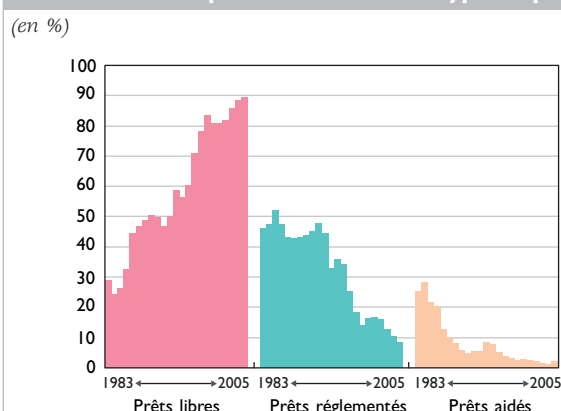
2| La répartition des financements en faveur du secteur libre s'accroît

2|1 Les prêts du secteur libre, favorisés par la baisse des taux, restent toujours prépondérants

Les mises en force de prêts du secteur libre sont toujours dominantes, avec une part dans la production totale atteignant désormais 89,5 % (contre 88,4 % en 2004). Celle des prêts réglementés est globalement revenue à 8,5 % (10,4 % en 2004), se répartissant entre 7,2 % pour les prêts conventionnés (8,3 % en 2004) et 1,3 % pour les prêts d'épargne-logement (2,2 % en 2004) dont la production a chuté de près de 30 %.

La distribution de crédits aidés a, quant à elle, enregistré une légère reprise en 2005, en raison, notamment, du nouveau régime du prêt à taux zéro (NPTZ) qui s'applique depuis le 1^{er} février 2005. Au total, la part des prêts aidés s'est élevée à 2,0 %, après 1,2 % en 2004.

Ventilation de la production selon le type de produit



Sources : Banque de France, SGFGAS, CFF

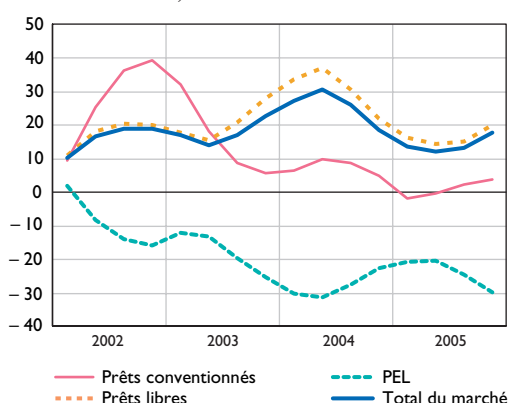
2|2 La production des établissements généralistes, déjà dominante, continue de progresser

Les crédits nouveaux non aidés consentis par les établissements généralistes ont continué de progresser à un rythme élevé (19,8 % en 2005, après 17,4 % en 2004 et 23,4 % en 2003), alors que ceux des établissements spécialisés ont nettement ralenti, à + 3,4 % (+ 28,9 % en 2004 et + 17,4 % en 2003).

La part des établissements généralistes s'est ainsi accrue pour représenter 88,8 % de l'ensemble des prêts non aidés (contre 87,3 % en 2004 et 88,3 % en 2003).

Croissance de la production par types de prêts non aidés

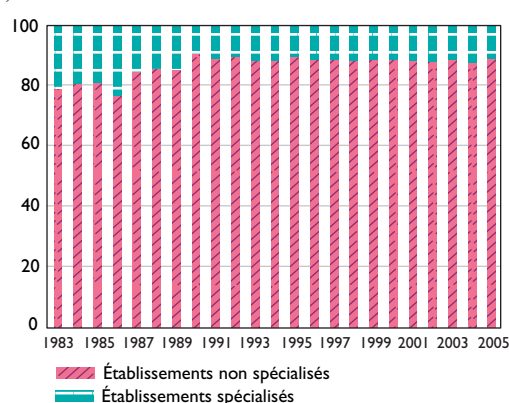
(glissement annuel, en %)



Source : Banque de France

Répartition de la production de crédits à l'habitat non aidés

(en %)



Sources : Banque de France, SGFGAS, CFF

Annexe

Crédits mis en force consentis aux ménages

(données brutes, en millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005
Total général	66 182	78 474	95 818	113 326	134 498
Variation annuelle en %		18,57	22,10	18,27	18,68
Type de prêts					
Total des prêts non aidés	64 573	76 863	94 306	111 981	131 782
Variation annuelle en %		19,03	22,69	18,74	17,68
Prêts conventionnés	6 042	8 430	8 921	9 358	9 718
Variation annuelle en %		39,52	5,82	4,9	3,85
Prêts d'épargne-logement	5 095	4 285	3 204	2 482	1 739
Variation annuelle en %		- 15,9	- 25,23	- 22,53	- 29,94
Prêts libres	53 436	64 149	82 181	100 141	120 325
Variation annuelle en %		20,05	28,11	21,85	20,16
Total des prêts aidés (a) : prêts à taux zéro	1 609	1 611	1 512	1 345	2 716
Variation annuelle en %		0,12	- 6,15	- 11,04	101,93
Marchés (prêts non aidés)					
Neuf	17 473	21 607	26 174	32 825	39 258
Variation annuelle en %		23,66	21,14	25,41	19,6
Ancien	41 726	49 205	60 550	70 836	83 686
Variation annuelle en %		17,92	23,06	16,99	18,14
Amélioration-entretien	5 374	6 052	7 582	8 320	8 838
Variation annuelle en %		12,62	25,28	9,73	6,23
Groupes (prêts non aidés)					
Établissements spécialisés	7 675	9 389	11 032	14 223	14 712
Variation annuelle en %		22,33	17,5	28,92	3,44
Établissements non spécialisés	56 898	67 474	83 274	97 758	117 070
Variation annuelle en %		18,59	23,42	17,39	19,75

(a) Source : SGFAS

Source et réalisation : Banque de France

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S1
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (données CVS)	S2
3	Indices des prix à la consommation	S3
4	Compétitivité de l'économie française	S4
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S5
6	Balance des paiements — Transactions courantes et capital (données trimestrielles) — France	S6
7	Balance des paiements — Mouvements de capitaux (données trimestrielles) — France	S7
8	Balance des paiements — Ventilation géographique (données trimestrielles) — France	S8
9	Balance des paiements (données mensuelles) — France	S9
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S10

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers — France et zone euro	S11
12	Bilan de la Banque de France	S12
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France — France	S13
14	Dépôts — France	S14
15	Dépôts à terme — France	S15
16	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France	S16
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France et zone euro	S17
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente — France	S18
19	Financements et placements des agents non financiers — Zone euro	S19
20	Financements et placements des agents non financiers — France	S20
21	Financements et placements des sociétés non financières — France	S21
22	Financements et placements des ménages — France	S22
23	Financements et placements des administrations publiques — France	S23
24	Endettement intérieur total (EIT), répartition par instruments — France	S24
25	Endettement intérieur total (EIT) — France	S25
26	Rémunération des dépôts — France et zone euro	S26
27	Coût du crédit — France et zone euro	S27
28	Coût du crédit — France	S28

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

29	Taux d'intérêt	S29
30	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S30
31	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S31
32/33	Titres de créances négociables — France	S32/S33
34	Titres d'OPCVM — France	S34
35	Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)	S35
36	Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français	S36

Autres statistiques

37	État des défaillances d'entreprises par secteurs — France	S37
38	Systèmes de paiement de masse — France	S38
39/40	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne (à 15)	S39/S40
41	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S41

Notice méthodologique S43

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet S51

Séries chronologiques S52

Éléments nouveaux

Certaines figures du cahier statistique du Bulletin depuis 2006 ont été légèrement remaniées.

Modifications spécifiques au n° 150 :

- fig. 8 : insertion d'un renvoi (a)
- fig. 10 : la dernière colonne reprend les données annuelles en 2005 au lieu des derniers chiffres trimestriels disponibles
- fig. 32 : ajout d'une note de lecture en bas de page

Modifications pérennes :

- fig. 29 : suppression du renvoi (b), devenu obsolète
- fig. 39 et 40 : insertion d'un renvoi (a)

Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 19 juin.

Figure I
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

(données cvs)

	2005		2006				
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	17	5	14	7	20	-2	28
Biens intermédiaires	14	1	11	8	15	1	29
Biens d'équipement	17	19	12	11	24	5	28
Industrie automobile	37	-12	28	-9	21	2	47
Biens de consommation	18	11	17	7	20	-8	31
Industries agricoles et alimentaires	15	4	7	13	11	-9	29
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	9	14	11	16	12	14	7
Biens intermédiaires	9	14	7	11	12	15	8
Biens d'équipement	20	22	20	27	24	23	17
Industrie automobile	-19	14	1	14	-7	-3	-37
Biens de consommation	18	18	12	14	16	20	10
Industries agricoles et alimentaires	4	2	15	10	7	14	12
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	15	5	10	11	27	-2	33
Étrangères	18	5	11	11	26	3	23
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	8	9	14	17	21	17	23
Biens intermédiaires	8	5	9	6	11	8	17
Biens d'équipement	38	44	43	45	53	48	55
Biens de consommation	12	10	13	19	21	18	21
Industries agricoles et alimentaires	-3	-6	2	4	5	2	8
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	4	4	5	4	7	6	3
Biens intermédiaires	2	2	2	0	1	5	0
Biens d'équipement	5	8	3	4	4	4	5
Industrie automobile	4	2	10	12	28	22	20
Biens de consommation	2	1	10	6	10	8	3
Industries agricoles et alimentaires	6	8	9	5	8	-1	-6
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	83,8	82,5	84,2	84,1	84,7	84,3	85,7
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	-1	-2	-2	-4	-1	-2	1
Au cours des prochains mois	-6	-5	-8	-6	-7	-7	-7
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	105	101	105	103	108	106	111

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

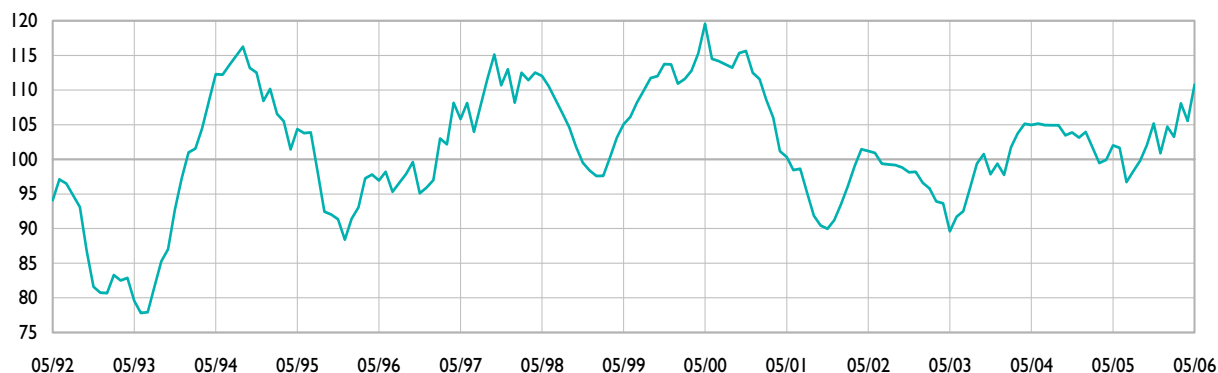
Source : Banque de France

Réalisé le 16 juin 2006

Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)

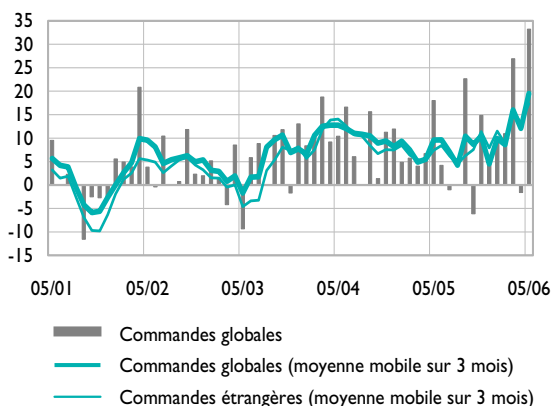
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = moyenne de longue période)



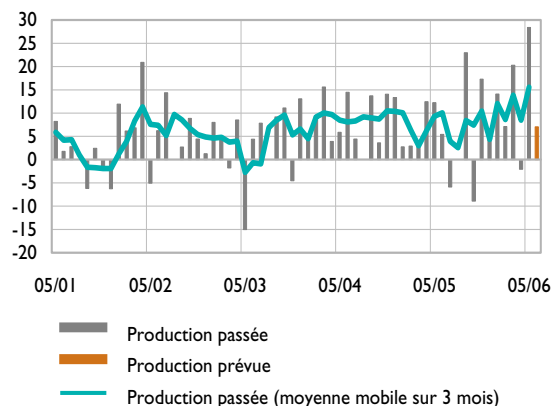
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



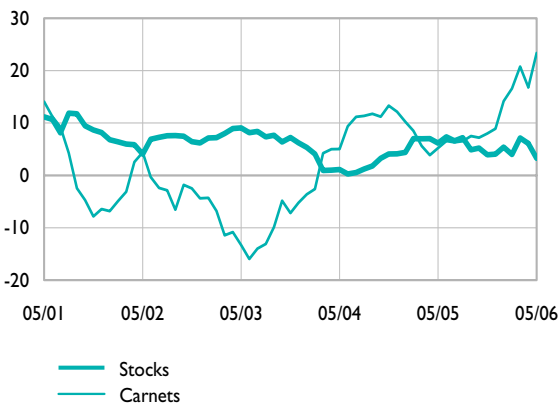
Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)

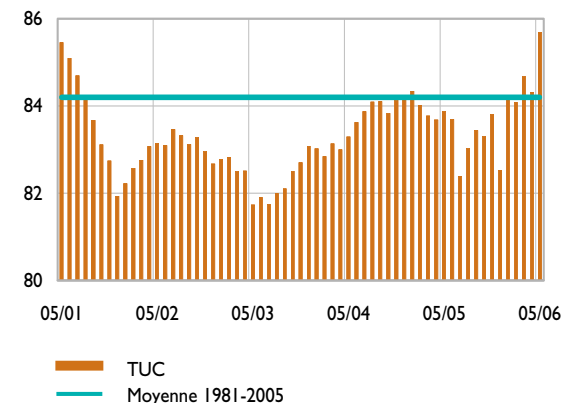


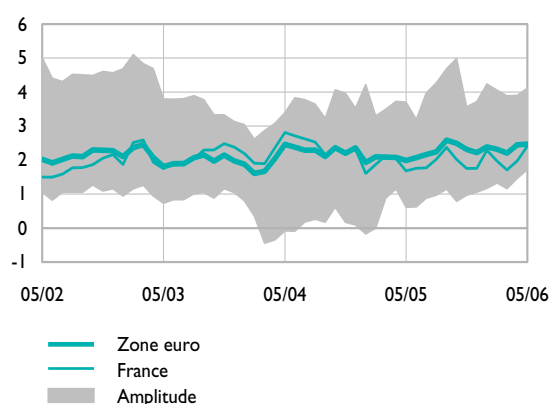
Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)										
	2005				2006					
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	
France	2,4	2,0	1,8	1,8	2,3	2,0	1,7	2,0	2,4	
Allemagne	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	1,9	2,3	2,1	
Italie	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	
Zone euro	2,6	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	
Royaume-Uni	2,4	2,3	2,1	1,9	1,9	2,1	1,8	2,0	2,2	
Union européenne	2,5	2,4	2,3	2,1	2,3	2,2	2,1	2,3	2,4	
États-Unis	4,7	4,3	3,5	3,4	4,0	3,6	3,4	3,5	4,2	
Japon	-0,3	-0,7	-0,8	-0,1	0,5	0,4	0,3	0,4	nd	

(moyenne annuelle) (variation mensuelle CVS)										
	2003	2004	2005	2005	2006					
				déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	
France	2,2	2,3	1,9	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,4	
Allemagne	1,0	1,8	1,9	0,1	0,0	0,2	0,0	0,4	0,2	
Italie	2,8	2,3	2,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	
Zone euro	2,1	2,1	2,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,4	0,3	
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,0	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3	0,4	
Union européenne	1,9	2,1	2,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd	
États-Unis	2,3	2,7	3,4	-0,1	0,7	0,1	0,4	0,6	0,4	
Japon	-0,3	0,0	-0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,1	nd	

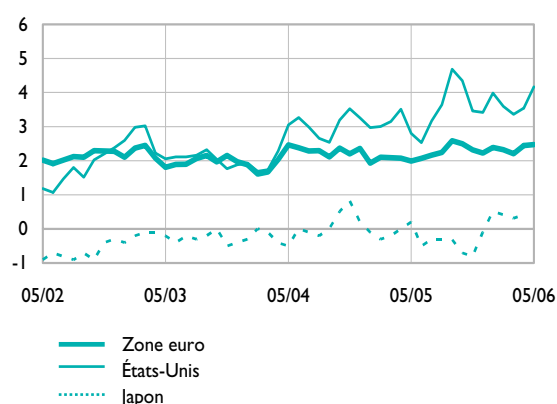
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



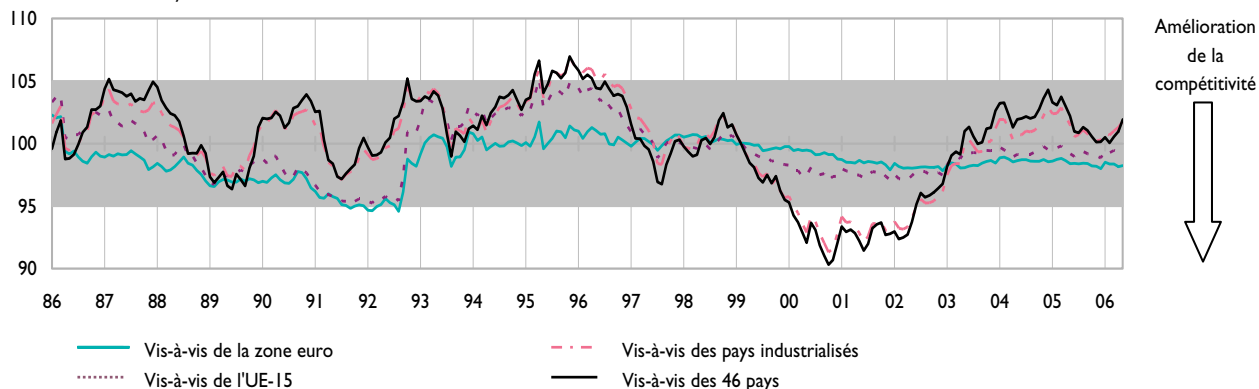
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

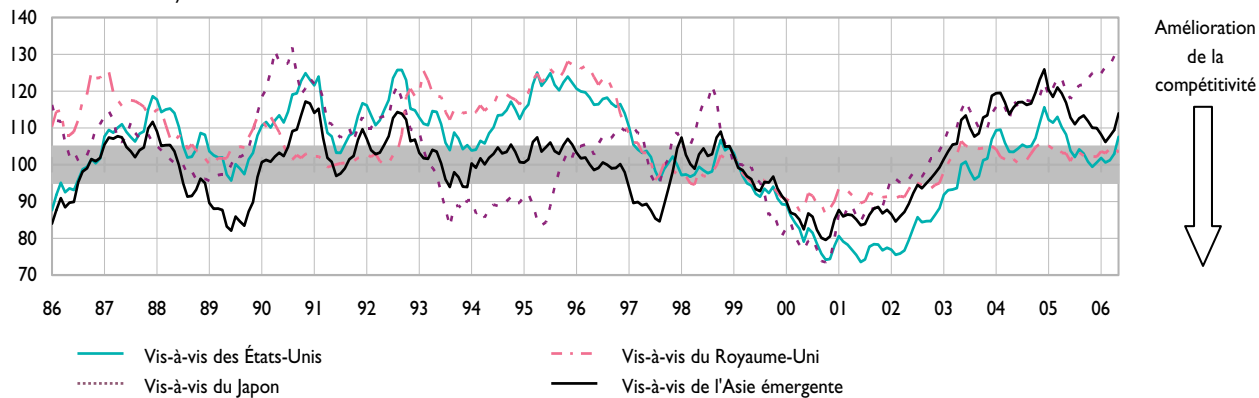
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



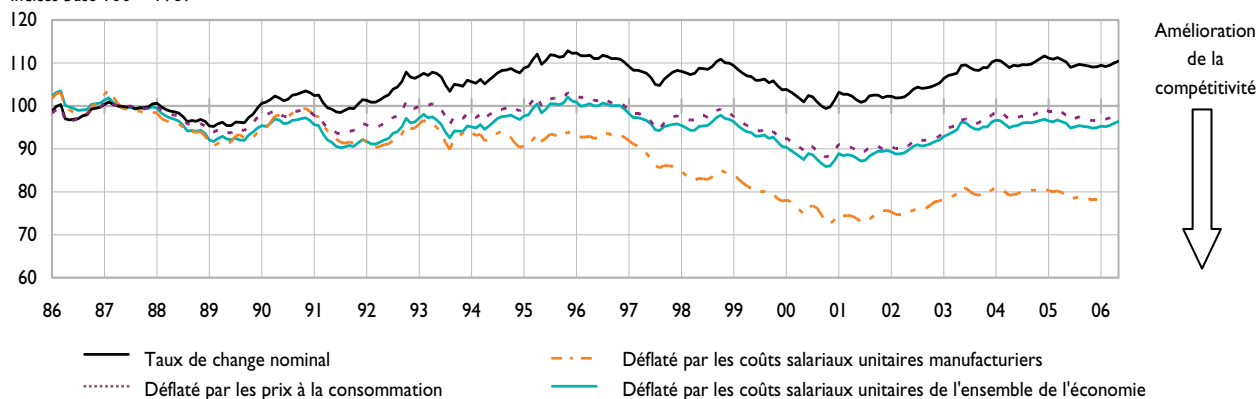
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 22 partenaires de l'OCDE

Indices base 100 = 1987



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datatstream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 16 juin 2006

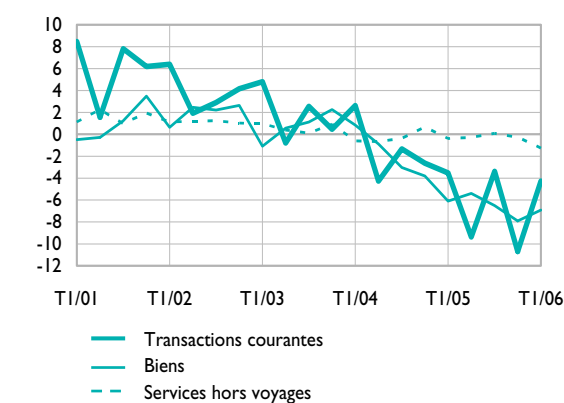
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005				2006 T1 (b)
			T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	
Compte de transactions courantes	-5 603	-26 953	-3 519	-9 366	-3 378	-10 690	-4 266
Biens	-6 905	-25 908	-6 097	-5 392	-6 511	-7 908	-6 907
Services hors voyages	-995	-852	-394	-275	84	-267	-1 269
Voyages	9 812	8 910	989	2 697	2 666	2 558	757
Revenus	10 164	13 060	5 218	-848	6 708	1 982	5 010
Transferts courants	-17 679	-22 163	-3 235	-5 548	-6 325	-7 055	-1 857
Compte de capital	1 445	512	134	386	378	-386	183
Compte financier	-3 281	-15 200	-1 715	6 775	11 788	-32 048	33 246
Investissements directs	-20 646	-41 888	-5 826	2 250	-5 391	-32 921	1 987
Français à l'étranger	-45 911	-93 011	-19 970	-8 986	-19 059	-44 996	-13 047
Étrangers en France	25 265	51 123	14 144	11 236	13 668	12 075	15 034
Investissements de portefeuille	-46 570	-9 213	-13 310	3 263	18 811	-17 977	-28 063
Avoirs	-179 887	-191 306	-53 947	-42 253	-29 466	-65 640	-64 601
Engagements	133 317	182 093	40 637	45 516	48 277	47 663	36 538
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	-3 900	9 663	-379	2 795	422
Autres investissements	62 441	20 667	20 156	-9 457	-3 060	13 028	59 334
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	1 165	1 056	1 807	3 027	-434
Erreurs et omissions nettes	7 439	41 641	5 100	2 205	-8 788	43 124	-29 163

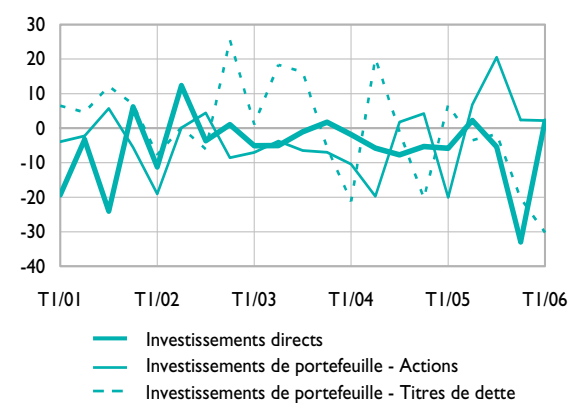
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

Figure 6
Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005				2006 (b)
			T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	
Compte de transactions courantes	-5 603	-26 953	-3 519	-9 366	-3 378	-10 690	-4 266
Biens	-6 905	-25 908	-6 097	-5 392	-6 511	-7 908	-6 907
Exportations	338 817	352 966	85 345	90 026	83 955	93 640	96 929
Importations	345 722	378 874	91 442	95 418	90 466	101 548	103 836
Marchandises générales	-6 390	-24 203	-5 807	-4 951	-6 068	-7 377	-6 608
Avitaillement	-469	-980	-125	-227	-271	-357	-299
Travail à façon et réparations	-46	-725	-165	-214	-172	-174	0
Services hors voyages	-995	-852	-394	-275	84	-267	-1 269
Exportations	55 253	59 338	13 987	14 577	15 049	15 725	13 425
Importations	56 248	60 190	14 381	14 852	14 965	15 992	14 694
Transports	-998	-1 205	-317	-321	-143	-424	-313
Services de communication	917	1 105	259	257	346	243	299
Services de construction	1 151	1 634	390	317	416	511	411
Services d'assurances	-541	-939	-342	-215	-297	-85	-362
Services financiers	-838	-773	-116	-147	-239	-271	-274
Services d'informatique et d'information	34	-64	6	8	-43	-35	111
Redevances et droits de licence	1 649	2 166	515	413	675	563	421
Autres services aux entreprises	-1 883	-2 107	-696	-435	-471	-505	-1 400
Services personnels, culturels et récréatifs	-275	-535	-44	-154	-124	-213	-142
Services des administrations publiques	-211	-134	-49	2	-36	-51	-20
Voyages	9 812	8 910	989	2 697	2 666	2 558	757
Recettes	32 833	33 981	6 343	9 306	10 578	7 754	6 356
Dépenses	23 021	25 071	5 354	6 609	7 912	5 196	5 599
Revenus	10 164	13 060	5 218	-848	6 708	1 982	5 010
Rémunérations des salariés	8 406	8 420	2 104	2 099	2 112	2 105	2 128
Revenus des investissements	1 758	4 640	3 114	-2 947	4 596	-123	2 882
Directs	15 557	18 069	3 661	4 771	4 086	5 551	3 303
De portefeuille	-11 435	-9 857	392	-6 296	1 372	-5 325	1 064
Autres	-2 364	-3 572	-939	-1 422	-862	-349	-1 485
Transferts courants	-17 679	-22 163	-3 235	-5 548	-6 325	-7 055	-1 857
Transferts courants du secteur des APU	-11 046	-14 924	-1 197	-3 864	-4 301	-5 562	138
Transferts courants des autres secteurs	-6 633	-7 239	-2 038	-1 684	-2 024	-1 493	-1 995
dont envois de fonds des travailleurs	-2 134	-2 088	-476	-510	-607	-495	-481
Compte de capital	1 445	512	134	386	378	-386	183

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

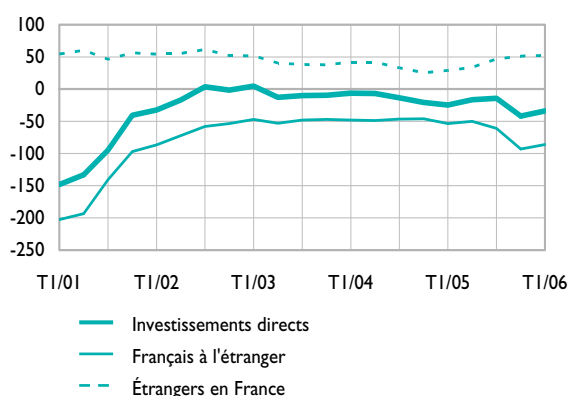
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005				2006 (b)
			T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	
Compte financier	-3 281	-15 200	-1 715	6 775	11 788	-32 048	33 246
Investissements directs	-20 646	-41 888	-5 826	2 250	-5 391	-32 921	1 987
Français à l'étranger	-45 911	-93 011	-19 970	-8 986	-19 059	-44 996	-13 047
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-36 430	-42 198	-10 923	192	-9 714	-21 753	-5 616
Étrangers en France	25 265	51 123	14 144	11 236	13 668	12 075	15 034
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	9 026	20 239	6 620	3 385	3 848	6 386	6 559
Investissements de portefeuille	-46 570	-9 213	-13 310	3 263	18 811	-17 977	-28 063
Avoirs	-179 887	-191 306	-53 947	-42 253	-29 466	-65 640	-64 601
Actions	-49 120	-42 915	-28 084	7 557	-1 304	-21 084	-11 105
Obligations	-119 309	-137 034	-35 839	-44 603	-19 547	-37 045	-52 942
Instruments du marché monétaire	-11 458	-11 357	9 976	-5 207	-8 615	-7 511	-554
Engagements	133 317	182 093	40 637	45 516	48 277	47 663	36 538
Actions	25 012	52 634	8 056	-763	21 849	23 492	13 291
Obligations	94 127	110 831	24 032	35 696	19 473	31 630	15 126
Instruments du marché monétaire	14 178	18 628	8 549	10 583	6 955	-7 459	8 121
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	-3 900	9 663	-379	2 795	422
Autres investissements	62 441	20 667	20 156	-9 457	-3 060	13 028	59 334
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	38 831	-2 346	4 768	-8 603	6 171	-4 682	59 075
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	1 165	1 056	1 807	3 027	-434
Erreurs et omissions nettes	7 439	41 641	5 100	2 205	-8 788	43 124	-29 163

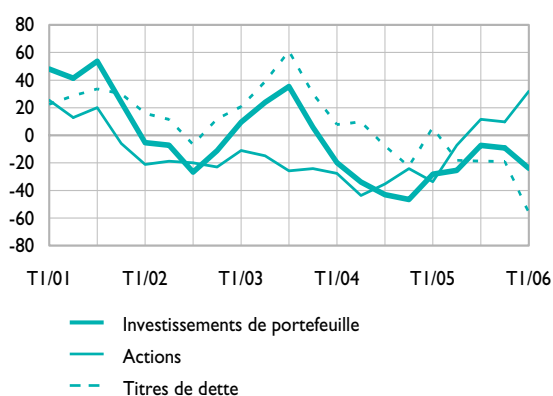
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	4ème trimestre 2005 (a)					
	UEM	UE15 hors UEM (b)	Nouveaux pays membres (c)	USA	Japon	Suisse
Compte de transactions courantes	-15 059	-2 957	963	3 583	690	492
Recettes	66 257	19 741	4 799	13 909	2 629	5 527
Dépenses	81 316	22 698	3 836	10 326	1 939	5 035
Biens	-11 641	1 767	450	1 734	-31	309
Recettes	46 298	9 921	3 703	6 562	1 478	2 664
Dépenses	57 939	8 154	3 253	4 828	1 509	2 355
Services	-1 442	645	457	1 020	374	-59
Recettes	6 629	3 582	941	3 524	679	1 153
Dépenses	8 071	2 937	484	2 504	305	1 212
Revenus	-838	-1 516	40	995	348	514
Recettes	12 008	4 956	106	3 556	456	1 313
Dépenses	12 846	6 472	66	2 561	108	799
Transferts courants	-1 137	-3 855	16	-167	-1	-272
Compte financier	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Investissements directs	-15 337	-8 759	400	-1 255	-1 195	-2 083
Français à l'étranger	-20 155	-10 216	288	-3 388	-1 060	-2 956
Étrangers en France	4 818	1 457	112	2 133	-135	873
Investissements de portefeuille (d)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-27 483	-6 571	-665	-3 260	-6 496	-3 030
Actions	-3 640	-8 154	-316	-3 175	-1 512	-2 543
Obligations	-14 674	-1 495	-364	-5 533	-3 988	67
Instruments du marché monétaire	-9 169	3 078	15	5 448	-997	-554
Autres investissements	-9 150	12 298	-1 457	16 939	173	-2 380
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-10 887	2 942	-1 958	12 533	57	-2 167

(a) Les ventilations géographiques sont établies sur la base des données de Balance des paiements disponibles au 10 avril 2006. Elles seront révisées au mois de septembre prochain.

(b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes

(c) Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie

(d) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006			Cumul 12 mois	
	avril	fév.	mars	avril	2005	2006
	(a)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	-7 787	505	-262	-1 006	-16 447	-20 919
Biens	-2 429	-1 763	-1 260	-2 294	-16 232	-26 583
Services hors voyages	-175	-603	-219	-72	-710	-1 624
Voyages	564	83	373	565	9 369	8 679
Revenus	-4 216	2 022	2 319	2 779	10 342	19 847
Transferts courants	-1 531	766	-1 475	-1 984	-19 216	-21 238
Compte de capital	41	26	-23	49	1 664	569
Compte financier	-2 199	8 931	18 599	5 308	3 556	27 268
Investissements directs	-1 946	1 126	751	-2 427	-23 935	-34 556
Français à l'étranger	-3 474	-3 328	-6 305	-10 502	-52 485	-93 116
Capital social	8 377	-491	-1 427	-2 436	-18 025	-35 250
Bénéfices réinvestis	-1 080	-1 165	-1 165	-1 165	-11 320	-12 539
Autres opérations	-10 771	-1 672	-3 713	-6 901	-23 140	-45 327
Étrangers en France	1 528	4 454	7 056	8 075	28 550	58 560
Capital social	-953	2 139	1 959	1 770	4 547	18 130
Bénéfices réinvestis	411	459	460	460	4 868	4 820
Autres opérations	2 070	1 856	4 637	5 845	19 135	35 610
Investissements de portefeuille	-10 560	-6 633	7 661	-10 720	-30 383	-24 126
Avoirs	-11 578	-26 583	-894	-17 082	-152 920	-207 464
Actions	16 416	-16 945	10 628	13 206	-39 430	-29 146
Obligations	-17 715	-17 155	-5 644	-23 436	-120 546	-159 858
Instruments du marché monétaire	-10 279	7 517	-5 878	-6 852	7 056	-18 460
Engagements	1 018	19 950	8 555	6 362	122 537	183 338
Actions	-9 227	6 017	4 480	-7 048	23 016	60 048
Obligations	1 147	11 829	5 496	11 109	86 448	111 887
Instruments du marché monétaire	9 098	2 104	-1 421	2 301	13 073	11 403
Produits financiers dérivés	5 049	539	-623	-145	2 514	7 307
Autres investissements	6 992	14 094	10 259	20 273	58 941	73 126
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	6 406	11 097	14 685	28 772	25 052	74 327
Avoirs de réserve	-1 734	-195	551	-1 673	-3 581	5 517
Erreurs et omissions nettes	9 945	-9 462	-18 314	-4 351	11 227	-6 918

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 16 juin 2006

Figure 10

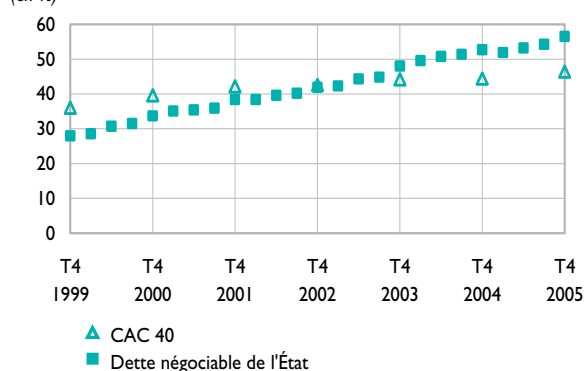
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

(en milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.
Créances	2 011,3	2 327,6	2 347,0	2 528,1	2 859,5	3 603,2
Investissements directs français à l'étranger	478,3	577,4	559,1	573,6	608,8	723,2
Capitaux propres	353,1	409,6	390,2	380,1	404,6	462,9
Autres opérations	125,2	167,8	168,9	193,5	204,3	260,3
Investissements de portefeuille	713,3	826,6	888,6	1 084,4	1 283,3	1 574,1
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	274,4	301,8	390,5	480,3	566,0	663,6
Non IFM (secteur résident détenteur)	438,9	524,8	498,1	604,1	717,2	910,5
Produits financiers dérivés	102,1	124,6	103,1	108,0	123,9	191,7
Autres investissements	649,2	732,3	737,4	706,1	786,7	1 051,1
IFM	461,8	514,2	516,4	492,0	578,9	840,7
Non IFM	187,4	218,1	221,0	214,1	207,8	210,4
Avoirs de réserve	68,3	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0
Engagements	-2 120,7	-2 356,9	-2 315,0	-2 594,8	-2 939,2	-3 675,8
Investissements directs étrangers en France	-279,2	-335,1	-367,3	-417,8	-454,9	-509,3
Capitaux propres	-195,3	-212,2	-232,3	-267,4	-276,7	-296,9
Autres opérations	-83,9	-122,9	-135,1	-150,4	-178,2	-212,4
Investissements de portefeuille	-1 020,1	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 462,1	-1 766,8
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	-182,9	-251,1	-242,9	-287,6	-323,2	-409,8
Non IFM (secteur résident émetteur)	-837,3	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 138,9	-1 357,0
Produits financiers dérivés	-105,6	-118,9	-107,1	-117,0	-128,5	-206,4
Autres investissements	-715,8	-784,8	-786,1	-772,2	-893,7	-1 193,4
IFM	-569,9	-622,1	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1
Non IFM	-145,9	-162,7	-154,0	-148,1	-153,3	-177,2
Position nette	-109,4	-29,3	32,1	-66,7	-79,7	-72,6

Détenition par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)

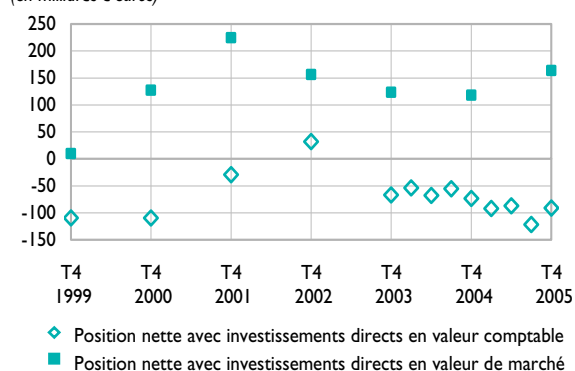


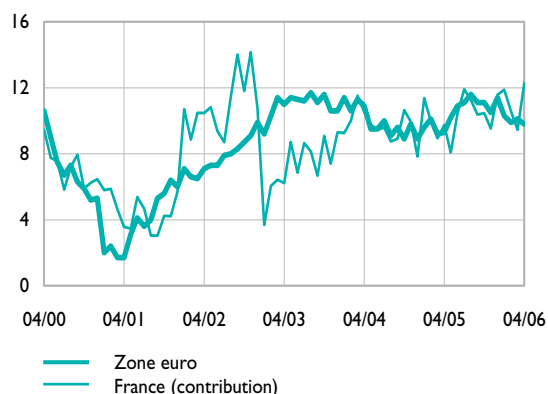
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %, données corrigées des effets saisonniers de calendrier)

	2003	2004	2005	2005	2005			2006			
	déc.	déc.	déc.	avril	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
M1											
Zone euro	10,6	8,9	11,4	9,3	11,1	10,5	11,4	10,3	9,9	10,1	9,8
France (contribution)	9,3	7,8	11,6	9,7	10,5	9,5	11,6	11,9	10,6	9,5	12,3
M2											
Zone euro	7,6	6,7	8,5	7,4	8,6	8,3	8,5	8,4	8,7	9,0	9,4
France (contribution)	7,4	7,1	8,1	8,7	8,0	6,6	8,1	8,1	7,8	7,6	8,4
M3											
Zone euro	7,1	6,6	7,4	6,8	7,9	7,6	7,4	7,7	8,0	8,5	8,8
France (contribution)	4,8	8,2	8,5	8,8	9,4	8,4	8,5	8,7	8,5	9,0	10,3
Crédits au secteur privé											
Zone euro	5,5	7,2	9,2	7,4	8,9	9,0	9,2	9,7	10,4	10,8	11,3
France	5,3	9,0	9,3	7,9	8,3	9,0	9,3	11,3	12,6	12,4	13,1

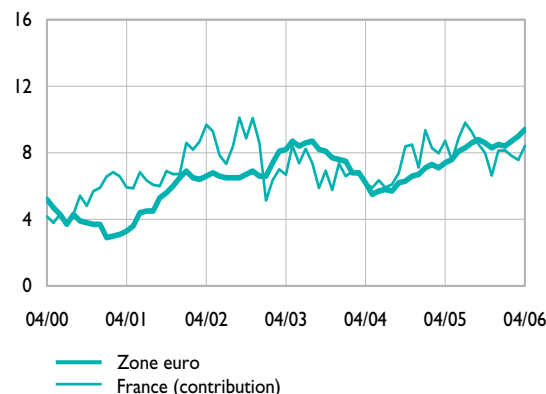
M1

(taux de croissance annuel en %)



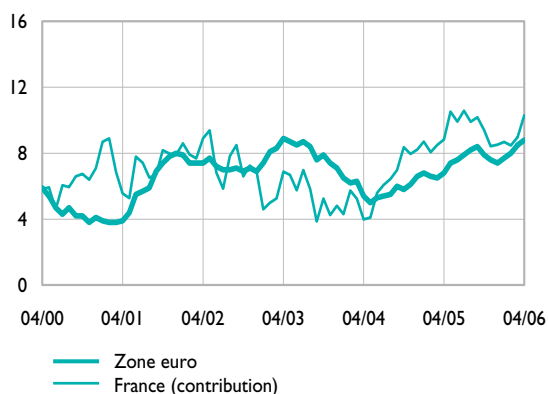
M2

(taux de croissance annuel en %)



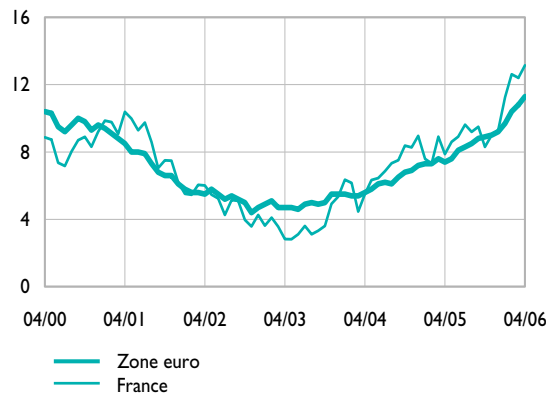
M3

(taux de croissance annuel en %)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 16 juin 2006

Figure 12
Bilan de la Banque de France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Actif								
Territoire national	16,4	23,3	34,2	27,8	31,8	34,3	29,9	29,7
Crédits	11,5	17,7	27,4	21,4	24,3	26,8	23,3	23,0
IFM	11,1	17,3	27,1	21,0	24,0	26,5	23,0	22,7
Administration centrale	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	4,9	5,5	6,8	6,5	7,5	7,6	6,6	6,7
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	4,9	5,5	6,8	6,5	7,5	7,6	6,6	6,7
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	32,5	23,9	20,4	20,9	19,0	16,9	16,4	23,6
Reste du monde	18,3	22,9	22,8	27,0	25,2	26,2	25,8	30,4
Avoirs en or	32,1	30,9	39,5	32,0	42,6	42,3	43,5	46,0
Non ventilés par zones géographiques (a)	59,6	73,9	93,1	75,3	90,8	90,9	96,6	93,7
Total	158,9	174,9	210,0	183,0	209,4	210,6	212,2	223,4
Passif								
Dépôts – Territoire national	28,8	29,3	29,6	33,7	31,5	32,5	30,5	36,9
IFM	27,8	28,7	28,6	32,7	30,6	31,7	29,7	35,9
Administration centrale	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	3,8	7,3	8,2	8,8	9,8	10,0	9,7	10,7
Non ventilés par zone géographique	126,3	138,2	172,2	140,5	168,2	168,1	172,0	175,7
Billets et pièces en circulation (b)	85,0	97,8	110,2	98,9	106,7	107,5	108,6	110,9
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	35,5	32,9	45,7	34,7	46,6	46,6	50,0	50,0
Autres	5,8	7,4	16,3	6,9	14,9	14,0	13,3	14,8
Total	158,9	174,9	210,0	183,0	209,4	210,6	212,2	223,4

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002

(b) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

Figure 13
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Actif								
Territoire national	2 999,4	3 200,9	3 290,9	3 290,4	3 321,4	3 367,5	3 368,1	3 456,7
Crédits	2 265,7	2 416,4	2 523,5	2 451,3	2 536,0	2 565,0	2 562,0	2 627,8
IFM	947,8	1 013,1	996,3	1 025,5	993,2	997,7	980,7	1 030,5
APU	142,0	139,5	150,8	128,8	142,7	143,1	148,3	145,4
Secteur privé	1 175,9	1 263,8	1 376,4	1 297,0	1 400,0	1 424,2	1 433,0	1 451,9
Titres autres que des actions	431,2	460,8	455,3	495,8	467,9	482,5	480,1	490,4
IFM ≤ 2 ans	129,8	162,6	140,0	169,2	148,9	157,6	154,8	162,5
IFM > 2 ans	49,8	53,3	57,4	55,4	58,3	59,5	58,9	56,8
APU	157,5	155,8	168,6	167,5	167,6	173,5	175,1	174,3
Secteur privé	94,2	89,2	89,4	103,6	93,1	91,9	91,3	96,8
Titres d'OPCVM monétaires	63,7	67,8	78,1	70,6	81,3	80,6	78,8	78,2
Actions et autres participations	238,8	255,9	234,0	272,7	236,2	239,3	247,3	260,3
Autres États de la zone euro	465,9	553,9	725,8	612,8	777,0	790,4	777,8	812,9
Reste du monde	502,8	608,3	868,9	693,2	914,5	920,6	932,3	951,4
Non ventilés par zones géographiques	379,1	417,0	603,0	491,4	687,1	714,3	716,2	717,4
Total	4 347,1	4 780,2	5 488,6	5 087,8	5 700,1	5 792,8	5 794,5	5 938,4
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 047,7	2 180,2	2 242,3	2 198,8	2 213,9	2 212,9	2 211,3	2 241,1
IFM	933,2	1 006,6	1 011,3	1 031,9	994,4	995,0	987,6	1 013,2
Administration centrale	39,0	43,9	45,2	19,6	33,8	49,1	51,8	27,9
Autres secteurs	1 075,5	1 129,6	1 185,8	1 147,4	1 185,8	1 168,8	1 172,0	1 200,0
Dépôts à vue	344,1	357,1	395,3	361,7	391,6	378,6	382,4	398,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	49,6	45,5	53,4	49,5	52,6	54,9	56,3	57,2
Dépôts à terme > 2 ans	299,3	306,4	307,1	305,6	304,7	299,7	300,9	299,0
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	351,8	377,5	392,6	386,9	398,9	399,5	400,6	402,4
Pensions	30,7	43,2	37,4	43,8	38,0	36,0	31,7	43,2
Dépôts – Autres États de la zone euro	201,8	238,6	271,1	267,5	286,9	294,0	293,6	316,9
IFM	173,6	201,5	226,4	228,9	239,3	248,0	246,5	261,8
Autres secteurs	28,2	37,1	44,7	38,6	47,5	46,0	47,1	55,1
Dépôts – reste du monde	429,9	511,7	757,2	596,2	807,9	823,6	832,4	864,5
Non ventilés par zones géographiques	1 667,8	1 849,6	2 218,0	2 025,2	2 391,4	2 462,4	2 457,2	2 516,0
Titres de créance émis ≤ 2 ans	218,3	259,4	271,3	283,8	292,3	309,1	311,0	325,0
Titres de créance émis > 2 ans	375,2	404,8	458,6	412,9	460,2	467,6	467,9	470,6
Titres d'OPCVM monétaires	327,8	354,1	387,8	383,8	399,1	403,4	404,2	417,3
Capital et réserves	294,9	310,2	316,1	315,3	319,3	319,4	327,0	329,4
Autres	451,6	521,1	784,2	629,4	920,6	962,9	947,1	973,6
Total	4 347,1	4 780,2	5 488,6	5 087,8	5 700,1	5 792,8	5 794,5	5 938,4

NB : depuis juillet 2003, les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

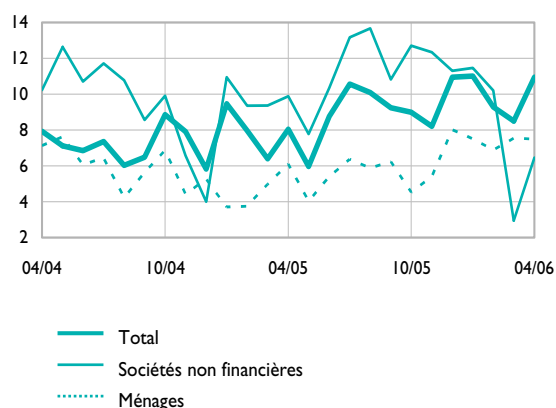
Figure 14
Dépôts – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	361,7	384,9	425,6	382,2	411,5	406,3	405,0	414,9
Ménages et assimilés	202,4	212,9	230,1	217,1	225,8	221,2	224,6	233,4
Sociétés non financières	120,0	124,2	139,9	122,9	133,4	132,6	129,5	131,5
Administrations publiques (hors adm. centrales)	39,2	47,8	55,6	42,2	52,3	52,6	50,9	50,1
Autres agents	19,2	17,5	22,6	19,2	30,4	23,1	26,7	31,1
Total – Encours	380,9	402,4	448,1	401,4	441,9	429,4	431,8	446,0
Total – Taux de croissance	6,6	5,8	10,9	8,0	11,0	9,3	8,5	10,9
Comptes sur livret								
Livrets A	112,2	113,5	112,1	114,4	113,0	112,7	112,1	111,9
Livrets bleus	15,5	16,3	16,9	16,6	17,1	17,2	17,2	17,3
Comptes épargne logement	36,0	38,5	39,1	39,4	39,4	39,1	38,9	39,0
Codevi	43,2	45,7	47,0	47,0	48,1	48,3	48,6	49,0
Livrets d'épargne populaire	53,8	56,7	56,8	56,3	56,3	56,4	56,6	56,7
Livrets jeunes	5,7	6,1	6,4	6,1	6,4	6,3	6,4	6,4
Livrets soumis à l'impôt	85,3	100,7	114,2	107,1	118,7	119,5	120,9	122,1
Total – Encours	351,8	377,5	392,6	386,9	398,9	399,5	400,6	402,4
Total – Taux de croissance	10,0	7,3	4,0	7,2	4,1	4,3	4,4	4,0

Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)

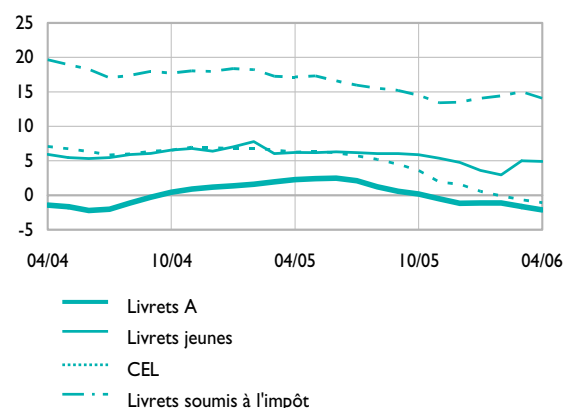


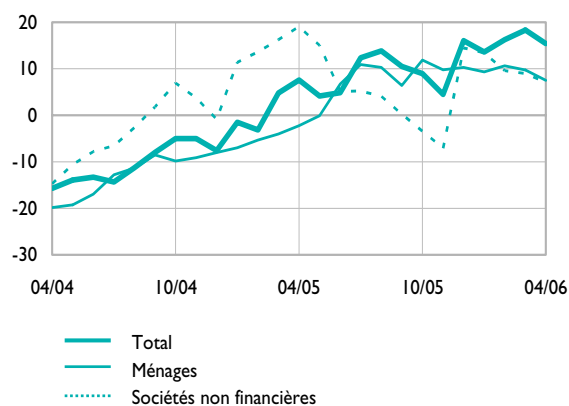
Figure 15
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	avril	janv.	fév.	mars	avril
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	44,1	41,7	47,6	44,7	48,2	48,5	48,6	48,3
Ménages et assimilés	20,4	18,6	20,8	19,3	20,8	21,2	21,0	20,8
Sociétés non financières	23,3	22,8	26,5	25,2	27,1	27,0	27,1	27,0
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Autres agents	5,5	3,8	5,8	4,7	4,4	6,4	7,8	8,9
Total – Encours	49,6	45,5	53,4	49,5	52,6	54,9	56,3	57,2
Total – Taux de croissance	-16,9	-7,6	16,1	7,6	13,6	16,3	18,3	15,4
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	289,0	295,8	294,9	295,4	292,7	287,3	283,3	281,1
Ménages et assimilés	279,1	282,6	281,4	281,9	279,3	274,8	270,3	267,8
PEL	216,7	224,2	225,6	224,1	223,1	219,0	215,3	213,2
PEP	46,0	42,5	39,0	40,9	38,8	38,1	37,5	37,0
Autres	16,4	15,9	16,8	16,8	17,5	17,6	17,6	17,6
Sociétés non financières	9,9	13,1	13,5	13,5	13,3	12,5	13,0	13,2
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres agents	10,3	10,6	12,1	10,2	12,0	12,4	17,6	17,9
Total – Encours	299,3	306,4	307,1	305,6	304,7	299,7	300,9	299,0
Total – Taux de croissance	4,9	2,3	0,2	1,6	-1,2	-2,4	-3,2	-3,6

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

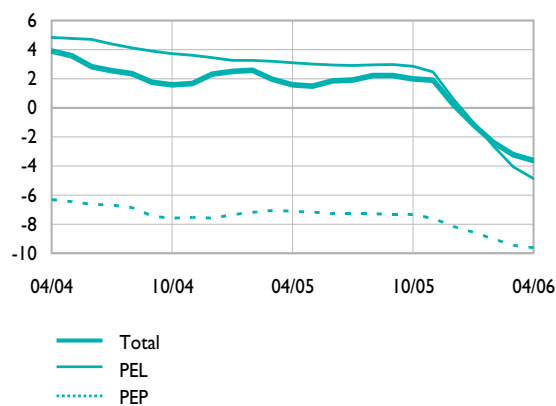


Figure 16
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France

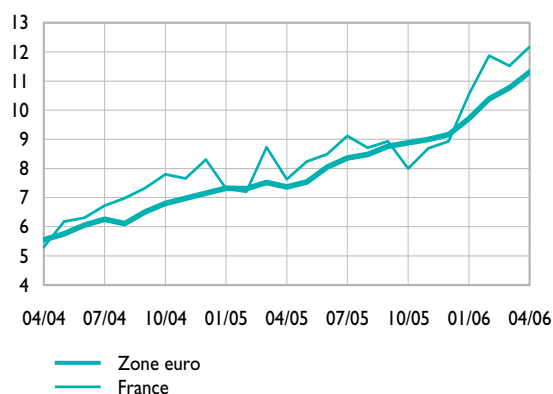
(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2003	2004	2005	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	avril	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 176,2	1 264,0	1 376,6	1 297,3	1 376,6	1 400,2	1 424,4	1 433,2	1 452,1
Administrations publiques	142,2	139,7	150,9	128,9	150,9	142,8	143,2	148,4	145,5
Total – Encours	1 318,4	1 403,7	1 527,5	1 426,2	1 527,5	1 543,1	1 567,6	1 581,6	1 597,6
Secteur privé	5,2	8,3	8,9	7,6	8,9	10,5	11,9	11,5	12,2
Administrations publiques	12,5	-0,5	7,8	-7,2	7,8	5,0	7,4	13,9	12,7
Total – Taux de croissance	6,0	7,4	8,8	6,1	8,8	10,0	11,4	11,7	12,2
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	207,1	216,3	229,9	218,7	229,9	231,2	232,8	236,4	237,1
Trésorerie	136,6	144,4	156,7	147,9	156,7	160,1	162,9	164,2	173,8
Autres objets	171,2	180,9	193,0	183,8	193,0	191,7	193,7	195,8	196,9
Total – Encours	514,8	541,5	579,6	550,5	579,6	583,1	589,5	596,3	607,9
Total – Taux de croissance	-1,1	6,0	7,2	5,8	7,2	8,7	10,1	10,6	10,7
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	385,5	438,1	503,6	454,3	503,6	508,8	514,0	519,3	524,5
Trésorerie	113,7	118,7	128,0	119,0	128,0	128,1	127,8	128,4	128,7
Autres objets	81,3	82,8	81,4	82,8	81,4	82,4	80,4	81,0	80,9
Total – Encours	580,5	639,5	712,9	656,1	712,9	719,3	722,2	728,8	734,1
Total – Taux de croissance	7,8	9,6	11,7	9,8	11,7	12,3	12,2	11,9	12,2

Figure 17
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France et zone euro

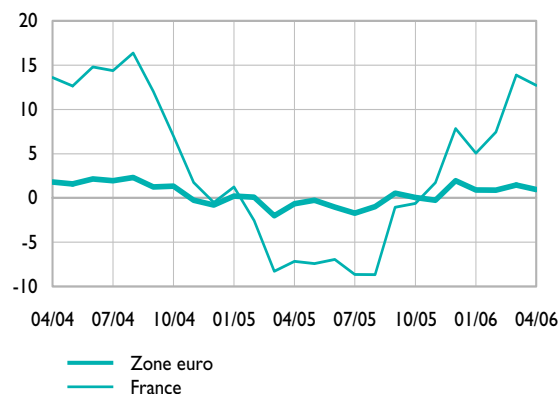
Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



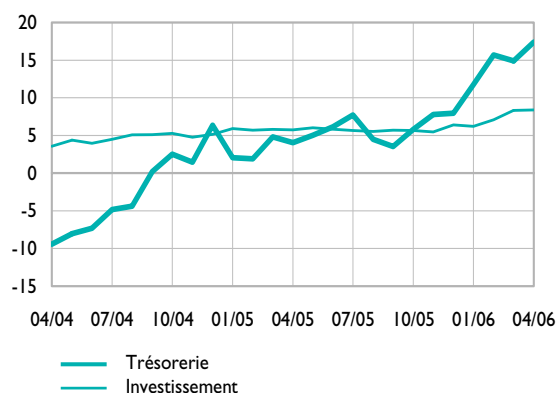
Crédits au secteur public

(taux de croissance annuel en %)



Crédits aux sociétés non financières – France

(taux de croissance annuel en %)



Crédits aux ménages – France

(taux de croissance annuel en %)

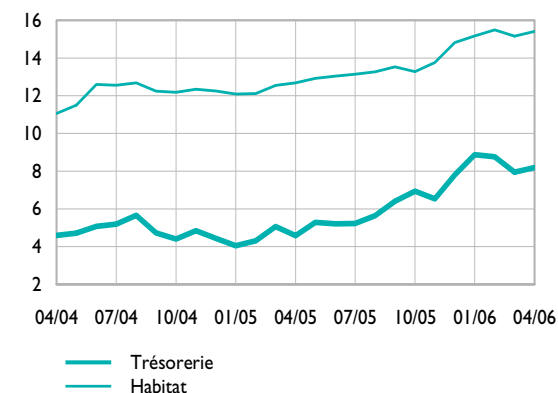


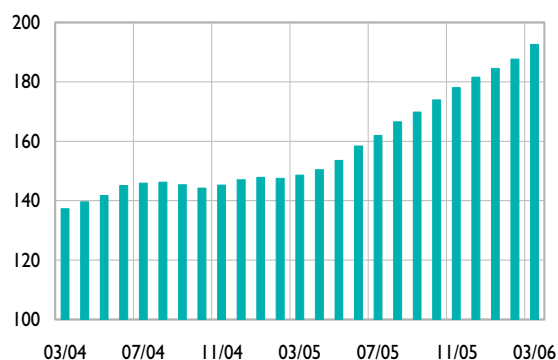
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2005			2006		
	janv.	fév.	mars	janv.	fév.	mars
Ensemble des contrats nouveaux	364,8	369,4	374,7	486,1	499,4	508,6
Crédits aux ménages	147,8	147,5	148,6	184,6	187,6	192,6
Consommation (hors découvert)	47,4	47,3	47,6	49,2	49,4	49,9
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	33,9	34,3	35,0	42,6	42,3	42,4
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	66,5	65,9	66,0	92,8	96,0	100,3
Crédits aux sociétés non financières	217,0	221,9	226,1	301,6	311,8	316,0
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	167,8	171,8	175,0	232,9	241,9	241,7
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	49,2	50,1	51,1	68,7	69,9	74,3

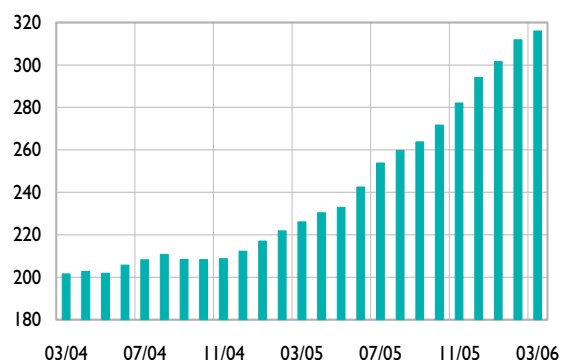
Ménages

(en milliards d'euros)



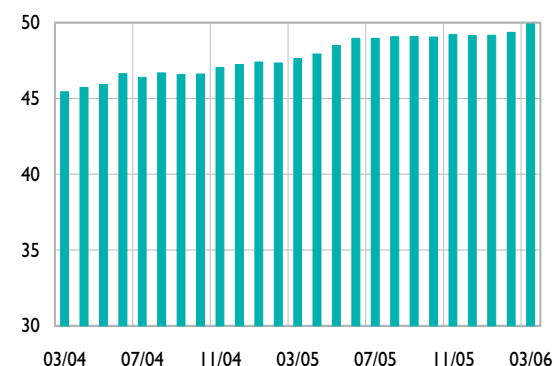
Sociétés

(en milliards d'euros)



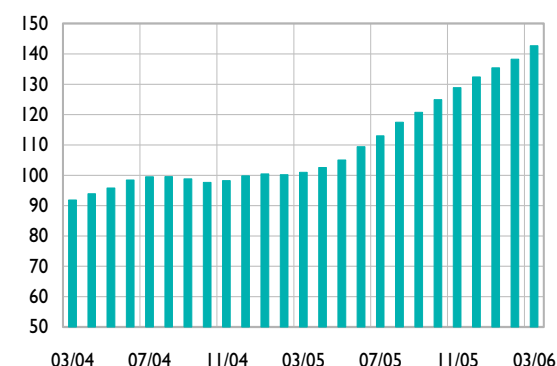
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.

Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an

Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

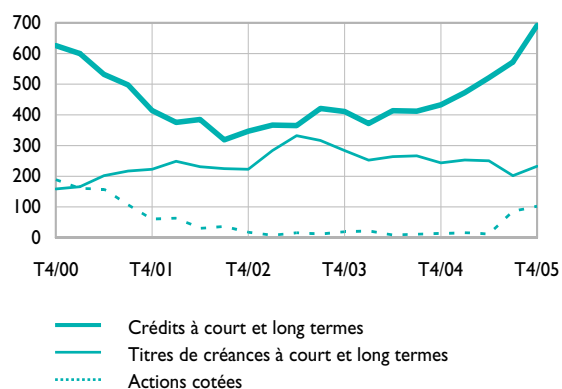
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements							
Endettement	708,1	749,7	805,3	802,3	952,7	263,1	15 469,9
Crédits à court terme	27,6	38,6	63,5	65,2	92,0	46,5	1 656,2
Crédits à long terme	405,2	433,5	457,5	506,9	599,4	220,4	7 964,1
Titres de créances à court terme	51,3	24,3	17,0	4,1	8,3	-28,4	822,1
Titres de créances à long terme	192,3	229,0	233,3	197,6	224,2	4,9	4 805,0
Dépôts reçus par les administrations centrales	31,8	24,3	34,1	28,5	28,8	19,6	222,6
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	13,8	15,7	12,1	85,1	102,3	19,9	3 676,1
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,3	13,0	13,3	13,4	12,5	3,1	313,3
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	61,3	57,6	58,5	56,0	53,9	28,1	467,6
Dépôts à vue	144,2	159,2	188,2	176,2	230,3	119,3	2 559,2
Dépôts remboursables avec préavis	93,2	86,5	76,8	70,0	45,3	14,2	1 489,8
Dépôts à terme à moins de 2 ans	24,9	23,3	27,9	41,1	25,1	33,9	1 602,1
Dépôts des administrations centrales	6,1	3,1	-12,3	-22,0	11,2	-8,6	173,9
Dépôts auprès des non IFM	37,4	33,3	37,5	32,6	37,3	19,9	353,7
Titres de créances à court terme	60,2	32,6	9,5	0,0	-16,1	-12,9	240,4
Titres d'OPCVM monétaires	-6,3	-13,9	-14,3	-8,1	0,0	-8,3	399,8
Pensions sur titres auprès des IFM	3,0	-2,7	-1,7	-5,2	-8,2	2,4	80,3
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	107,8	116,2	122,1	115,4	112,3	45,6	1 517,0
Placements de type obligataire	13,5	56,8	61,8	44,9	73,0	18,6	1 809,2
Placements de type actions et autres participations	22,4	18,2	-22,8	-38,9	24,7	11,9	2 656,3
Assurance-vie et fonds de pension	265,1	263,4	273,0	282,9	291,7	72,7	4 613,5
Titres d'OPCVM non monétaires	37,9	51,2	64,1	85,4	91,0	11,1	1 783,1

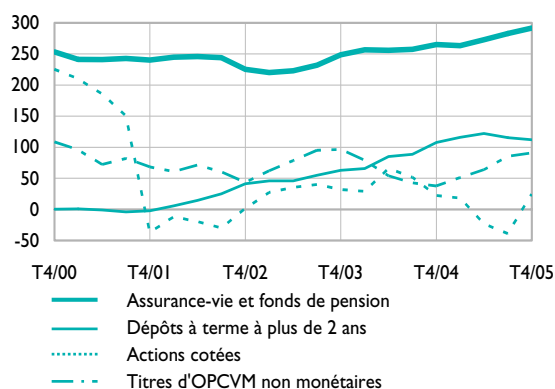
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 16 juin 2006

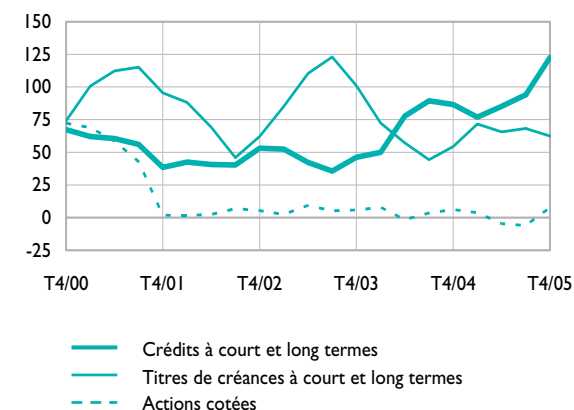
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	163,9	175,1	188,9	195,8	223,9	63,6	2 835,1
Crédits à court terme	5,2	-2,1	-3,8	-1,0	8,7	6,8	213,9
Crédits à long terme	81,4	79,0	88,9	95,2	113,9	47,1	1 278,5
Crédits vis-à-vis des non-résidents	23,0	26,4	38,1	33,4	38,9	10,4	313,8
Titres de créances à court terme	-6,1	-6,1	-10,1	-12,7	-1,3	-2,6	135,9
Titres de créances à long terme	60,4	77,8	75,8	81,0	63,7	2,0	1 117,4
Émissions d'actions et autres parts sociales	79,6	75,3	63,4	61,8	70,0	26,4	3 694,9
Actions cotées	6,1	3,8	-4,7	-6,0	7,5	11,7	1 120,7
Autres types de parts sociales	73,5	71,5	68,1	67,8	62,5	14,7	2 574,2
Placements							
Dépôts et titres à court terme	91,3	51,2	81,3	85,9	106,5	59,9	1 345,4
Monnaie fiduciaire	3,1	3,6	4,0	4,1	4,1	2,0	39,9
Dépôts à vue	24,0	24,7	30,7	31,7	38,9	32,6	425,6
Placements à vue	25,2	25,4	25,3	21,1	15,0	4,2	387,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-1,9	2,6	2,4	1,3	5,3	1,1	47,6
Dépôts des administrations centrales	4,5	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	12,6	45,5
Autres dépôts (à l'étranger ...) (b)	15,4	-1,8	10,7	9,7	24,1	6,4	120,9
Titres de créances à court terme	7,2	-3,6	10,8	17,2	5,6	2,7	56,3
Titres d'OPCVM monétaires	11,8	2,6	5,1	8,0	12,1	-2,1	208,5
Pensions sur titres d'IFM	0,3	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	0,3	1,0
Autres titres à court terme	1,9	-0,6	-0,6	-0,3	0,8	0,0	12,9
Placements à moyen et long termes	123,8	133,4	132,0	127,6	154,2	56,5	4 978,0
Dépôts à terme à plus de 2 ans	6,8	6,8	5,6	5,3	-0,8	2,5	294,9
Placements de type obligataire	-13,3	-8,4	-1,5	2,3	13,0	6,5	178,1
Placements de type actions et autres participations	72,2	67,3	69,1	57,7	86,4	44,1	3 307,1
Assurance-vie et fonds de pension	67,6	68,1	70,2	73,8	77,3	17,1	1 004,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-9,5	-0,4	-11,4	-11,6	-21,7	-13,9	193,2

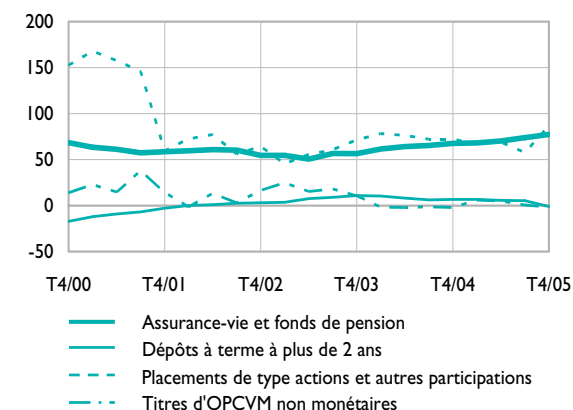
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

(b) Encours : estimation

Source : Banque de France

Réalisé le 16 juin 2006

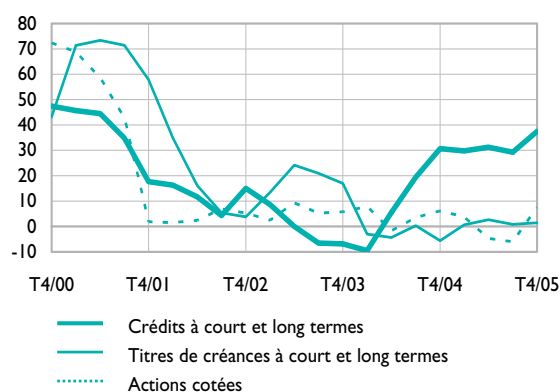
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	48,0	56,9	72,1	63,5	77,9	24,3	907,9
Crédits à court terme	6,2	10,7	7,9	3,6	5,4	9,0	150,4
Crédits à long terme	24,4	19,2	23,4	25,7	32,1	11,9	457,9
Crédits vis-à-vis des non-résidents	23,0	26,4	38,1	33,4	38,9	10,4	313,8
Titres de créances à court terme	1,3	3,4	2,0	1,4	3,8	-5,7	39,7
Titres de créances à long terme	-6,9	-2,7	0,7	-0,6	-2,3	-1,3	262,4
Émissions d'actions et autres parts sociales	79,6	75,3	63,4	61,8	70,0	26,4	3 694,9
Actions cotées	6,1	3,8	-4,7	-6,0	7,5	11,7	1 120,7
Autres types de parts sociales	73,5	71,5	68,1	67,8	62,5	14,7	2 574,2
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	24,7	24,2	27,7	34,9	30,7	10,3	372,3
Monnaie fiduciaire	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,7
Dépôts à vue	4,8	10,7	12,2	12,6	14,1	9,3	139,9
Placements à vue	0,8	0,8	1,1	0,4	0,0	-0,4	4,1
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,1	3,5	1,2	0,1	3,3	1,2	26,5
Autres dépôts (à l'étranger ...) (a)	0,3	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	1,3
Titres de créances à court terme	5,8	4,5	10,4	15,3	4,3	2,4	46,3
Titres d'OPCVM monétaires	11,6	4,3	3,5	7,5	8,6	-2,9	143,1
Pensions sur titres d'IFM	0,3	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	0,3	1,0
Autres titres à court terme	1,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,9	0,2	9,4
Placements à moyen et long termes	39,1	41,8	32,1	27,5	51,0	30,3	2 496,1
Dépôts à terme à plus de 2 ans	3,3	2,5	1,4	1,6	0,3	0,8	13,5
Placements de type obligataire	-17,4	-10,3	-7,1	-0,1	7,5	2,5	58,2
Placements de type actions et autres participations	55,5	46,8	38,4	28,6	47,3	28,3	2 387,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-2,3	2,7	-0,7	-2,5	-4,2	-1,1	36,7

Financements

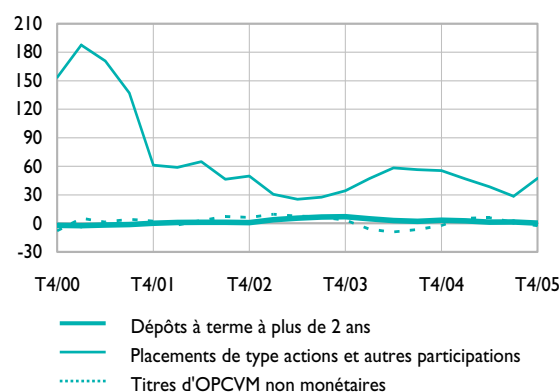
(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Encours : estimation

Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Source : Banque de France

Réalisé le 16 juin 2006

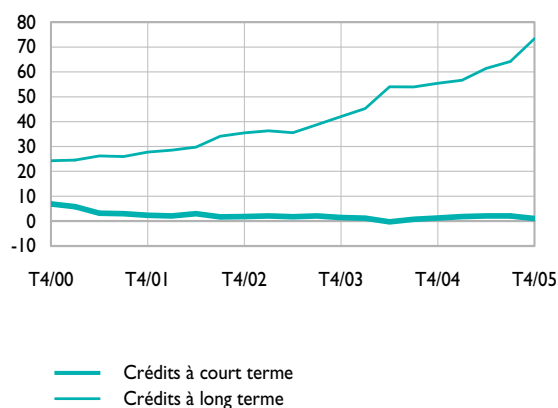
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	56,7	58,5	63,4	66,2	74,5	22,7	732,2
Crédits à court terme	1,3	1,8	2,1	2,1	1,0	0,7	38,6
Crédits à long terme	55,4	56,7	61,4	64,2	73,4	22,0	693,5
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	50,0	23,3	49,6	48,9	62,0	20,3	842,2
Monnaie fiduciaire	3,0	3,5	3,9	4,0	4,0	2,0	39,2
Dépôts à vue	10,6	9,9	11,1	12,9	17,1	10,7	230,1
Placements à vue	24,3	24,5	24,1	20,6	14,9	4,6	382,8
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-1,6	-0,8	1,3	1,3	1,9	-0,2	20,8
Autres dépôts (à l'étranger ...) (a)	15,1	-1,7	10,5	9,6	23,8	6,4	119,5
Titres de créances à court terme	0,7	-9,1	-0,2	1,3	1,5	0,3	6,1
Titres d'OPCVM monétaires	-2,1	-3,0	-1,2	-0,9	-1,1	-3,2	43,6
Autres titres à court terme	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,0
Placements à moyen et long termes	79,7	80,9	89,5	91,5	96,1	26,7	2 165,2
Dépôts à terme à plus de 2 ans	3,5	4,3	4,1	3,8	-1,1	1,8	281,4
Placements de type obligataire	0,1	-0,8	3,3	-0,8	0,9	2,1	81,5
Placements de type actions et autres participations	15,2	14,0	24,9	25,2	34,7	16,2	655,6
Assurance-vie et fonds de pension	67,6	68,1	70,2	73,8	77,3	17,1	1 004,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-6,6	-4,7	-13,0	-10,6	-15,6	-10,4	141,9

Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Encours : estimation

Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)

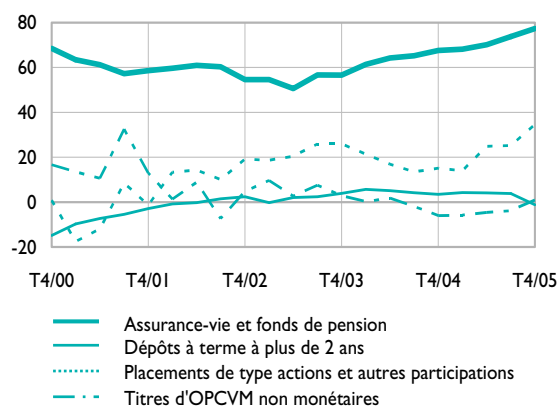


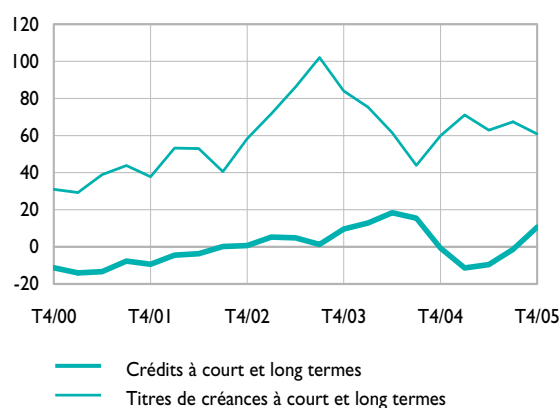
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	59,2	59,7	53,4	66,1	71,5	16,6	1 195,1
Crédits à court terme	-2,3	-14,6	-13,7	-6,7	2,3	-2,9	24,9
Crédits à long terme	1,5	3,2	4,1	5,4	8,4	13,1	127,0
Titres de créances à court terme	-7,4	-9,5	-12,1	-14,2	-5,1	3,1	96,2
Titres de créances à long terme	67,4	80,5	75,1	81,6	66,0	3,3	855,0
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	16,6	3,7	4,0	2,1	13,7	29,3	130,9
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	8,6	4,1	7,4	6,2	7,8	12,6	55,6
Placements à vue	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,3
Dépôts des administrations centrales	4,5	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	12,6	45,5
Autres dépôts (à l'étranger ...) (b)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créances à court terme	0,8	0,9	0,6	0,7	-0,1	0,0	3,9
Titres d'OPCVM monétaires	2,3	1,3	2,8	1,4	4,7	4,1	21,8
Autres titres à court terme	0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,1	3,4
Placements à moyen et long termes	4,9	10,7	10,4	8,6	7,1	-0,6	316,8
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	4,0	2,6	2,3	3,2	4,6	2,0	38,3
Placements de type actions et autres participations	1,5	6,5	5,8	3,9	4,5	-0,3	263,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-0,6	1,6	2,3	1,5	-1,9	-2,3	14,6

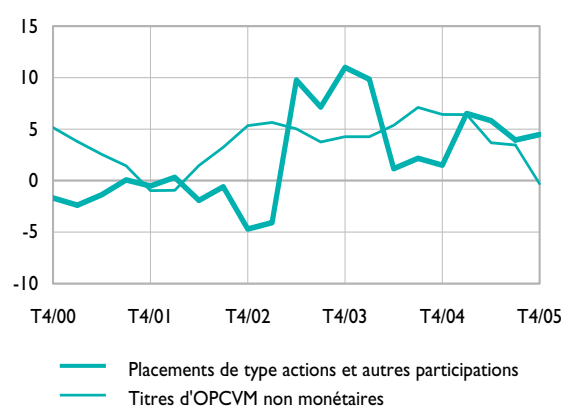
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

(b) Encours : estimation

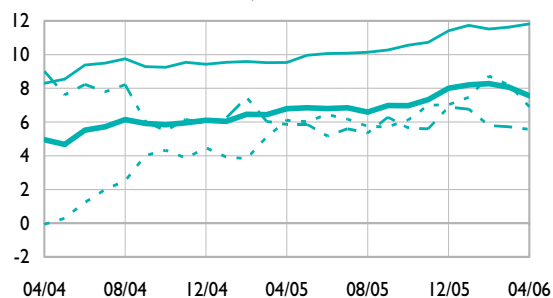
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

(taux de croissance en % et encours fin de période en milliards d'euros)

	Taux de croissance annuel						Encours
	2003	2004	2005	2006			2006
	déc.	déc.	déc.	fév.	mars	avril	avril
Endettement Intérieur Total	6,2	6,1	8,0	8,3	8,1	7,6	3 119,4
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,5	11,6	11,8	754,0
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	6,0	5,9	5,7	39,8
> 1 an	8,1	9,8	11,8	11,9	12,0	12,2	714,3
Sociétés non financières	1,9	4,5	7,0	8,7	8,2	6,9	1 250,9
≤ 1 an	-1,2	8,1	11,0	11,0	10,3	7,0	473,3
> 1 an	3,5	2,5	4,8	7,4	7,0	6,9	777,6
Administrations publiques	10,6	5,9	6,9	5,8	5,7	5,6	1 114,5
≤ 1 an	25,9	-7,6	-1,8	-1,6	-3,3	-4,0	119,7
> 1 an	8,3	8,2	8,2	6,8	6,9	6,8	994,7
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	3,7	6,7	9,1	10,3	11,2	11,2	1 539,5
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,5	11,6	11,8	754,0
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	6,0	5,9	5,7	39,8
> 1 an	8,1	9,8	11,8	11,9	12,0	12,2	714,3
Sociétés non financières	-1,2	5,6	7,0	9,6	10,1	10,2	639,2
≤ 1 an	-3,0	4,5	4,8	7,4	8,8	8,7	162,1
> 1 an	-0,6	6,0	7,7	10,3	10,5	10,7	477,1
Administrations publiques (c)	7,4	-0,5	7,3	6,9	13,3	12,1	146,3
≤ 1 an	50,4	-9,9	9,9	22,0	34,6	22,6	24,2
> 1 an	0,3	1,4	6,9	4,4	9,9	10,2	122,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	4,3	9,0	14,1	17,0	15,3	11,0	323,0
Financements de marché	9,7	4,8	5,3	4,1	3,0	2,7	1 256,9
Sociétés non financières	5,7	-1,8	0,6	-0,4	-2,1	-3,3	298,1
≤ 1 an	-20,2	3,9	10,7	-6,0	-7,9	-12,7	44,6
> 1 an	10,2	-2,5	-0,8	0,6	-1,1	-1,6	253,6
Administrations publiques	11,3	7,2	6,8	5,6	4,6	4,7	958,7
≤ 1 an	23,3	-6,8	-5,0	-6,8	-11,1	-10,2	86,1
> 1 an	9,7	9,3	8,4	7,1	6,5	6,4	872,6

EIT – Répartition par agents

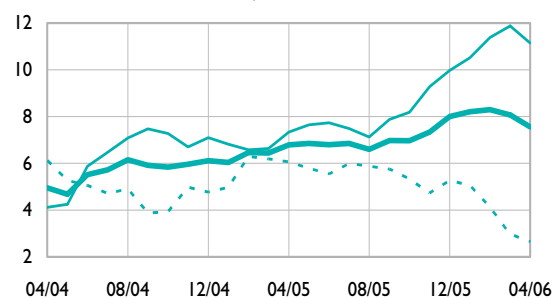
(taux de croissance annuel, en %)



— EIT
- - - Ménages et assimilés
..... Sociétés non financières
- . - Administrations publiques

EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



— EIT
- - - Crédits (toutes résidences)
..... Marchés (toutes résidences)

(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers

(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Entre mars 2000 et juillet 2003, les fonds des CCP ont été progressivement transférés à une société financière (Efiposte).

(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public

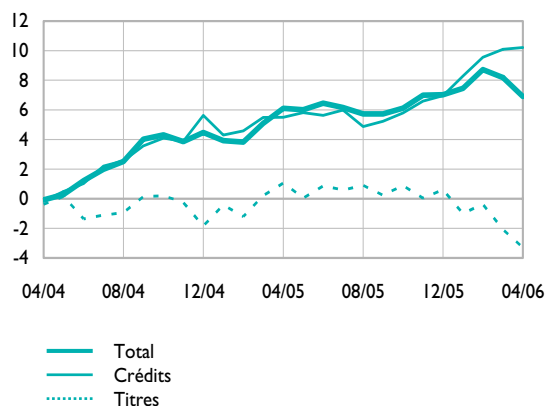
Source : Banque de France

Réalisé le 16 juin 2006

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France

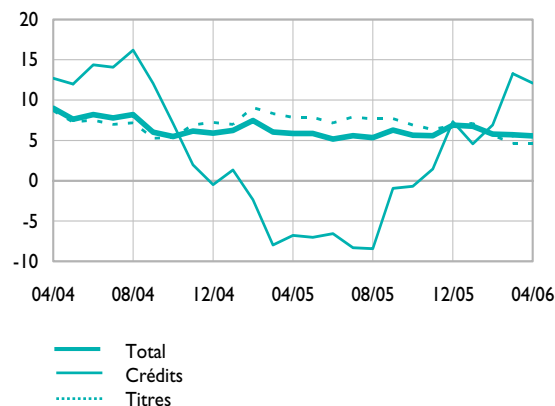
Endettement des sociétés non financières

(taux de croissance annuel, en %)



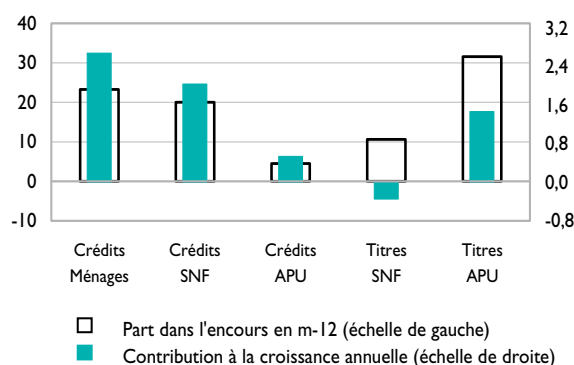
Endettement des administrations publiques

(taux de croissance annuel, en %)



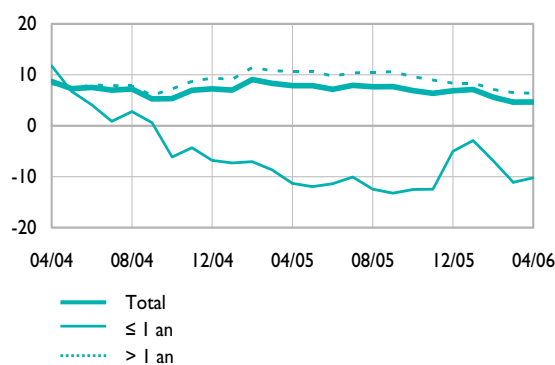
Contributions à la croissance annuelle de l'EIT
Crédits et titres (a)

(données brutes, en %, à avril 2006)



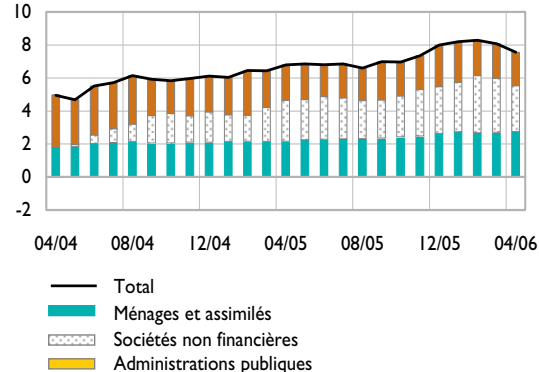
Endettement des administrations publiques
via les marchés

(taux de croissance annuel, en %)



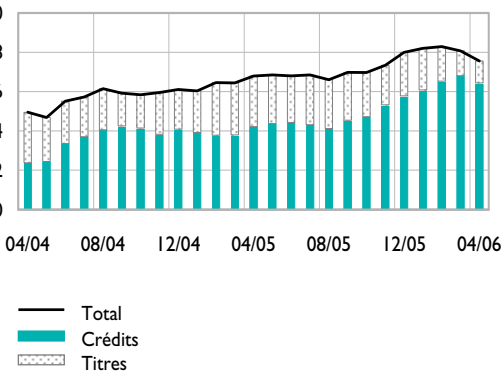
Contributions au taux de croissance annuel
de l'encours – Ventilation par agents

(en %)



Contributions au taux de croissance annuel
de l'encours – Ventilation par nature de financement

(en %)



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 16 juin 2006

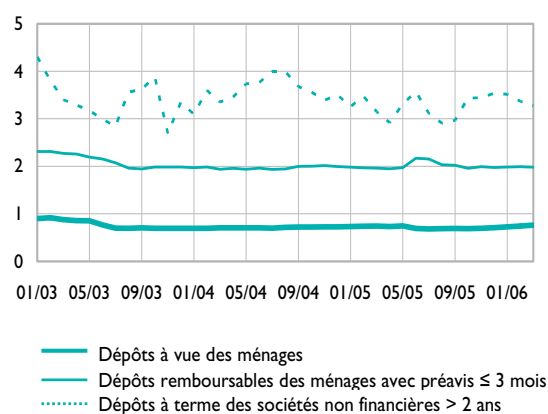
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006
	déc.	déc.	mars	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,73	0,71	0,74	0,70	0,71	0,73	0,74	0,76
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,99	1,98	1,96	1,99	1,98	1,99	1,99	1,98
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,51	3,53	3,15	3,44	3,53	3,52	3,37	3,27
France								
Livret A (fin de période)	2,25	2,00	2,25	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25
Livrets à taux réglementés	2,35	2,10	2,35	2,10	2,10	2,10	2,35	2,35
Livrets à taux de marché	2,33	2,18	2,34	2,12	2,18	2,17	2,21	2,35
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,40	2,65	2,49	2,49	2,65	2,68	2,73	2,70
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,68	3,67	3,59	3,68	3,63	3,31	3,43

Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)

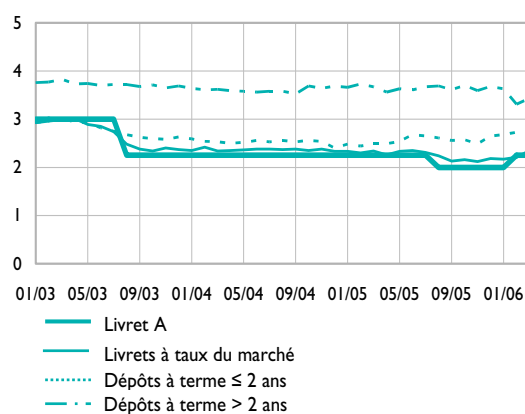
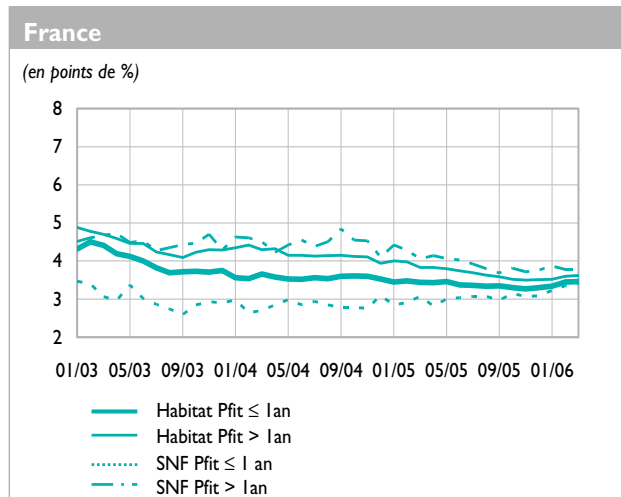
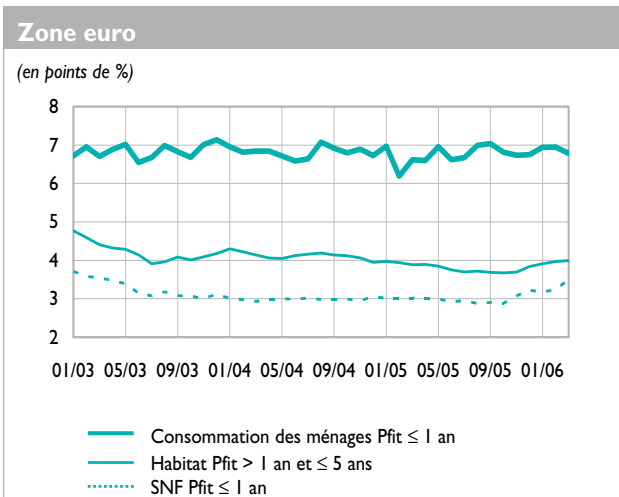


Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005									2006		
	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,60	6,96	6,62	6,67	6,99	7,04	6,82	6,74	6,75	6,94	6,95	6,79
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,89	3,85	3,76	3,70	3,72	3,69	3,67	3,69	3,84	3,91	3,97	4,00
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,00	2,99	2,92	2,96	2,87	2,90	2,88	3,08	3,22	3,18	3,24	3,50
France												
Consommation des ménages	6,12	6,00	6,07	6,17	6,11	5,80	5,68	6,02	6,11	6,21	6,09	5,94
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,43	3,46	3,37	3,36	3,34	3,35	3,30	3,27	3,30	3,34	3,45	3,46
Pfit > 1 an (a)	3,83	3,80	3,74	3,69	3,63	3,59	3,52	3,50	3,51	3,52	3,60	3,62
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,82	3,00	3,04	3,07	3,07	2,97	3,15	3,07	3,09	3,23	3,35	3,41
Pfit > 1 an (a)	4,14	4,06	4,03	3,92	3,80	3,68	3,81	3,72	3,76	3,87	3,78	3,78



(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2005				2006
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,40	12,58	13,08	13,03	13,36
Prêts personnels > 1 524 €	6,65	6,22	6,25	5,92	6,30
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,72	4,52	4,40	4,29	4,35
Prêts à taux variable	4,27	4,15	4,11	4,02	4,11
Seuils applicables à partir du 1 ^{er} jour de la période indiquée	2005			2006	
	avril	juil.	oct.	janv.	avril
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,53	16,77	17,44	17,37	17,81
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,87	8,29	8,33	7,89	8,40
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,29	6,03	5,87	5,72	5,80
Prêts à taux variable	5,69	5,53	5,48	5,36	5,48
	2005				2006
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,66	4,72	4,72	4,47	4,87
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,31	5,33	5,44	5,03	5,47
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,09	5,43	5,48	5,00	5,47
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,57	4,49	4,26	4,36	4,69
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,59	3,91	3,44	3,43	3,66
> 1 524 490 €	2,69	4,13	2,72	2,98	3,05
Découvert					
≤ 15 245 €	9,21	9,24	8,68	8,62	9,01
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,61	7,43	7,26	6,73	8,35
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,23	6,60	5,47	5,69	7,03
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,16	5,01	4,38	4,39	4,85
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,15	3,94	3,47	3,20	3,87
> 1 524 490 €	2,85	4,08	3,69	2,81	3,13
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,53	4,26	4,31	4,17	4,28
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,54	4,45	4,79	4,64	4,73
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,41	4,15	4,37	4,32	4,66
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,79	3,74	4,05	3,67	4,10
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,11	3,18	3,19	3,02	3,42
> 1 524 490 €	2,94	3,01	2,98	2,81	3,03
Crédits à moyen et long terme					
≤ 15 245 €	4,14	3,99	3,83	3,68	3,83
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,04	3,89	3,71	3,60	3,75
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,00	3,80	3,61	3,52	3,61
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,92	3,78	3,61	3,47	3,58
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,72	3,58	3,47	3,40	3,49
> 1 524 490 €	3,36	3,29	3,02	3,00	3,30

Source : Banque de France

Réalisé le 16 juin 2006

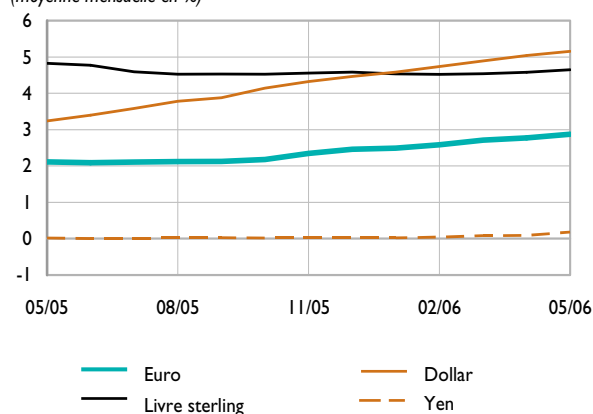
Figure 29
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 15/06/06
	2005					2006					
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											2,75
Au jour le jour	2,06	2,09	2,06	2,07	2,27	2,31	2,33	2,51	2,61	2,57	
À 3 mois	2,12	2,13	2,18	2,35	2,46	2,49	2,58	2,71	2,77	2,87	
À 1an	2,20	2,20	2,40	2,66	2,77	2,82	2,90	3,09	3,21	3,29	
Livre sterling											4,50
Au jour le jour	4,56	4,55	4,43	4,55	4,53	4,49	4,44	4,47	4,49	4,51	
À 3 mois	4,53	4,53	4,53	4,56	4,58	4,53	4,52	4,54	4,58	4,65	
À 1an	4,49	4,47	4,51	4,63	4,62	4,57	4,58	4,67	4,74	4,92	
Dollar											5,00
Au jour le jour	3,45	3,64	3,79	4,00	4,18	4,30	4,50	4,58	4,78	4,98	
À 3 mois	3,78	3,88	4,14	4,32	4,47	4,58	4,74	4,89	5,04	5,15	
À 1an	4,24	4,18	4,55	4,75	4,81	4,82	5,05	5,16	5,29	5,36	
Yen											0,10
Au jour le jour	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,01	0,00	0,00	0,02	
À 3 mois	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,09	0,09	0,18	
À 1an	0,08	0,09	0,12	0,12	0,12	0,12	0,18	0,31	0,39	0,51	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,30	3,13	3,29	3,50	3,38	3,34	3,51	3,69	3,96	4,00	
Allemagne	3,25	3,09	3,26	3,47	3,37	3,34	3,48	3,66	3,92	3,98	
Zone euro	3,32	3,16	3,32	3,53	3,41	3,39	3,55	3,73	4,01	4,06	
Royaume-Uni	4,30	4,21	4,34	4,31	4,21	4,08	4,17	4,31	4,51	4,64	
États-Unis	4,31	4,23	4,49	4,59	4,52	4,46	4,62	4,78	5,04	5,17	
Japon	1,43	1,38	1,54	1,52	1,54	1,47	1,57	1,70	1,91	1,91	

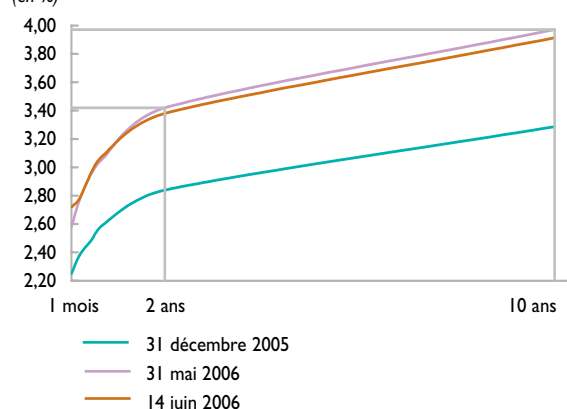
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)



Courbe des rendements des titres d'État – France

(en %)



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises
Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 16 juin 2006

Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/04/2006 au 09/05/2006)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	411,5	0,6	410,9
Opération principale de refinancement	291,3		291,3
Opération de refinancement à plus long terme	120,0		120,0
Facilités permanentes	0,2	0,2	0,0
Autres opérations	0,0	0,4	-0,4
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	370,5	620,2	-249,7
Billets en circulation		569,1	-569,1
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		51,1	-51,1
Réserves nettes de change (y compris l'or)	337,0		337,0
Autres facteurs (net)	33,5		33,5
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			161,2
dont réserves obligatoires			160,4

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/04/2006 au 09/05/2006)

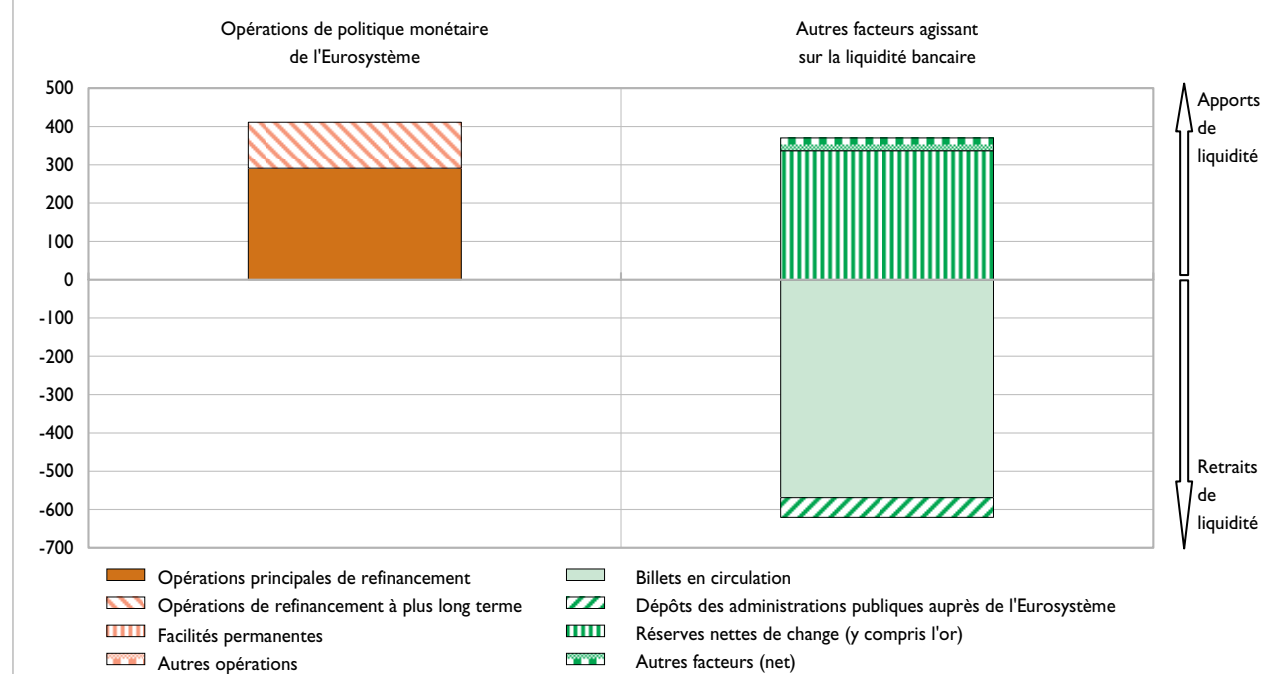


Figure 31
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
01/12/05	06/12/05	2,25	01/12/05	06/12/05	1,25	3,25
02/03/06	08/03/06	2,50	02/03/06	08/03/06	1,50	3,50
08/06/06	15/06/06	2,75	08/06/06	15/06/06	1,75	3,75

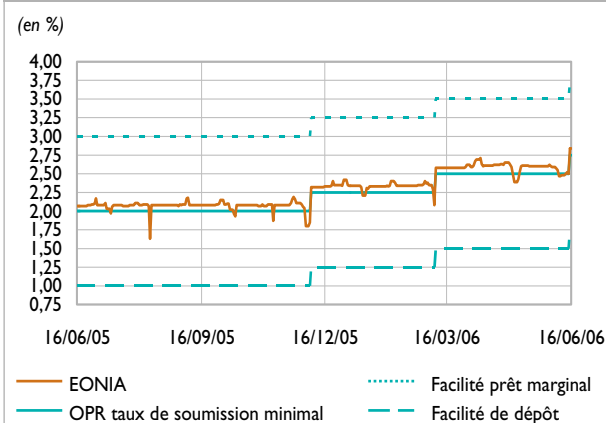
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme	
		Taux marginal	Taux moyen pondéré		
2006	10 mai	2,58	2,59	2005 23 décembre	2,44
	17 mai	2,58	2,59	2006 26 janvier	2,47
	24 mai	2,58	2,59	23 février	2,57
	31 mai	2,58	2,59	30 mars	2,73
	7 juin	2,55	2,57	27 avril	2,76
	15 juin	2,82	2,83	1 juin	2,87

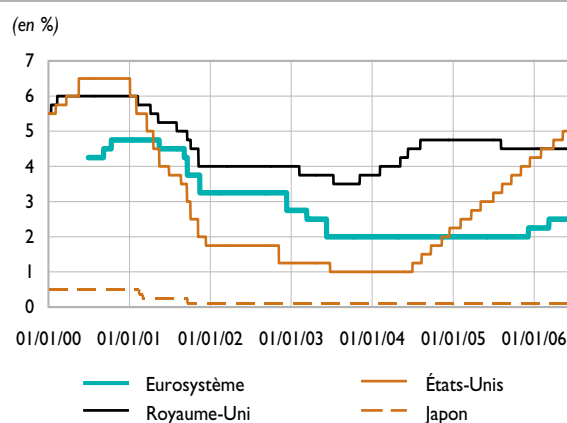
(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2005 5 décembre		151,97	28,11	153,00	28,21	1,02	0,11	2,07
2006 17 janvier		153,25	28,44	154,06	28,52	0,81	0,08	2,29
7 février		154,66	28,60	155,36	28,69	0,70	0,09	2,30
7 mars		157,66	29,74	158,29	29,86	0,63	0,12	2,31
11 avril		158,88	30,62	159,49	30,71	0,61	0,09	2,56
9 mai		160,40	30,71	161,18	30,85	0,78	0,14	2,58

Taux directeurs de l'Eurosystème et de l'EONIA



Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 19 juin 2006

Figure 32
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	137,59	256,66	228
11/03/06 au 17/03/06	117,39	263,29	229
18/03/06 au 24/03/06	115,95	269,12	229
25/03/06 au 31/03/06	117,05	269,37	230
01/04/06 au 07/04/06	106,74	269,88	229
08/04/06 au 14/04/06	100,80	268,89	231
15/04/06 au 21/04/06	119,93	270,19	231
22/04/06 au 28/04/06	173,77	285,77	233
29/04/06 au 05/05/06	127,90	284,85	232
06/05/06 au 12/05/06	130,89	283,92	230
13/05/06 au 19/05/06	163,83	302,95	232
20/05/06 au 26/05/06	124,15	303,68	231
27/05/06 au 31/05/06	26,39	269,17	225

Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	16,64	70,61	83
11/03/06 au 17/03/06	20,62	69,38	84
18/03/06 au 24/03/06	20,24	69,23	82
25/03/06 au 31/03/06	17,55	67,85	82
01/04/06 au 07/04/06	16,49	68,40	83
08/04/06 au 14/04/06	14,97	70,11	84
15/04/06 au 21/04/06	16,77	69,15	83
22/04/06 au 28/04/06	20,61	69,48	85
29/04/06 au 05/05/06	13,79	71,92	84
06/05/06 au 12/05/06	12,99	72,73	83
13/05/06 au 19/05/06	14,96	72,66	84
20/05/06 au 26/05/06	13,50	73,36	85
27/05/06 au 31/05/06	4,86	67,62	82

Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	0,17	57,74	146
11/03/06 au 17/03/06	0,25	57,78	147
18/03/06 au 24/03/06	0,26	57,79	147
25/03/06 au 31/03/06	0,42	58,05	146
01/04/06 au 07/04/06	0,31	58,16	143
08/04/06 au 14/04/06	0,32	58,28	143
15/04/06 au 21/04/06	0,21	58,35	143
22/04/06 au 28/04/06	0,31	58,00	142
29/04/06 au 05/05/06	0,25	58,06	142
06/05/06 au 12/05/06	0,12	58,10	142
13/05/06 au 19/05/06	0,29	58,29	143
20/05/06 au 26/05/06	0,45	58,62	143
27/05/06 au 31/05/06	0,04	58,60	143

En raison de la migration de l'appliquatif informatique de la banque de France, cette publication prend en compte les déclarations d'émissions communiquées à la Banque de France jusqu'au 31 mai 2006 15H.

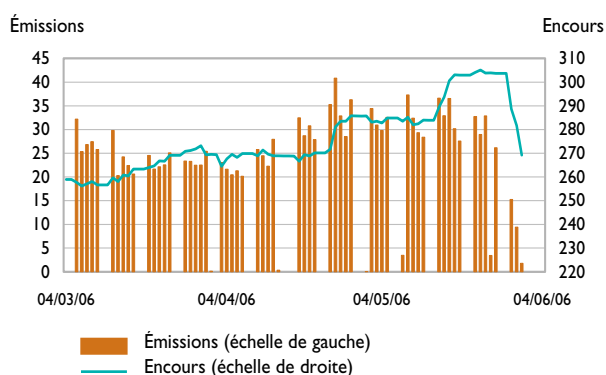
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France

Réalisé le 13 juin 2006

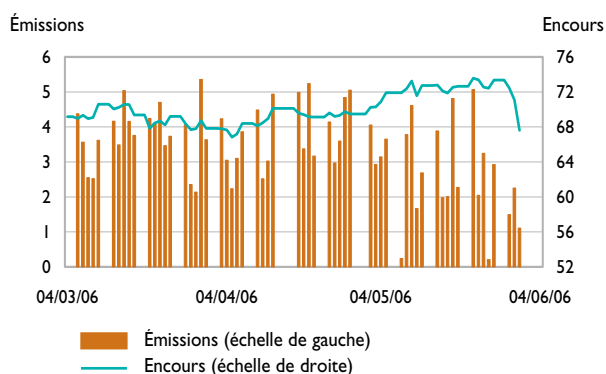
Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)

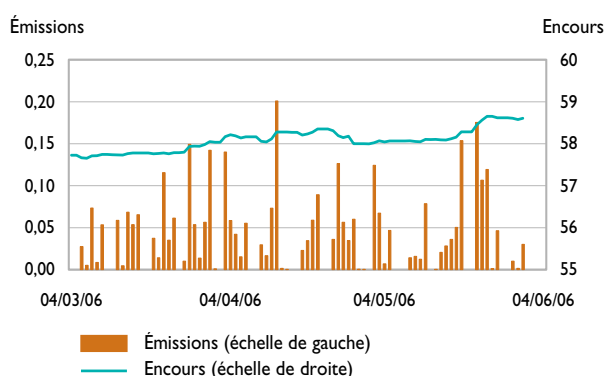
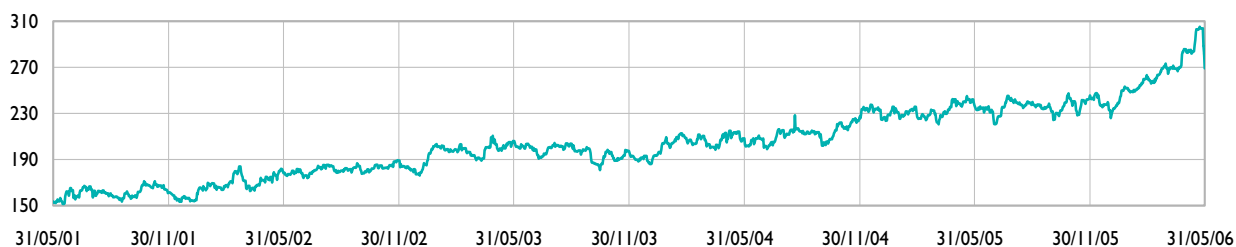


Figure 33
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 13 juin 2006

Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2005			2006
	juin	sept.	déc.	avril
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	377,95	393,62	387,77	417,32
OPCVM obligations	204,79	214,04	182,82	
OPCVM actions	214,26	237,93	255,30	
OPCVM diversifiés	232,06	242,55	250,06	
OPCVM de fonds alternatifs	13,08	14,16	15,95	
OPCVM garantis	0,22	0,21	0,09	
Fonds à formule	59,63	60,69	61,19	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

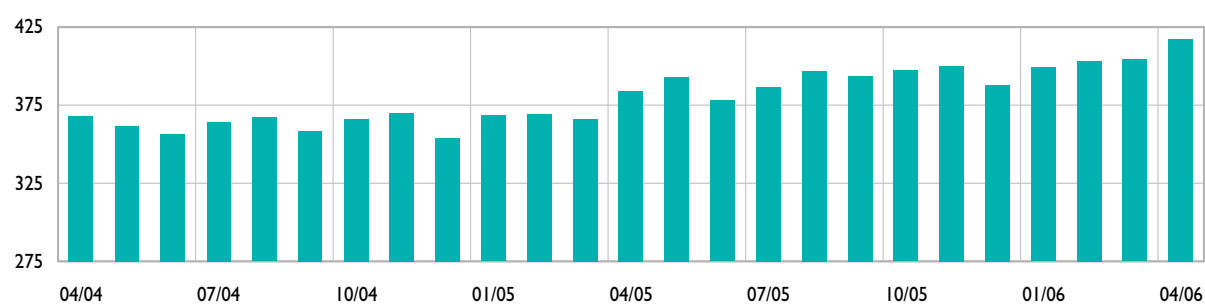


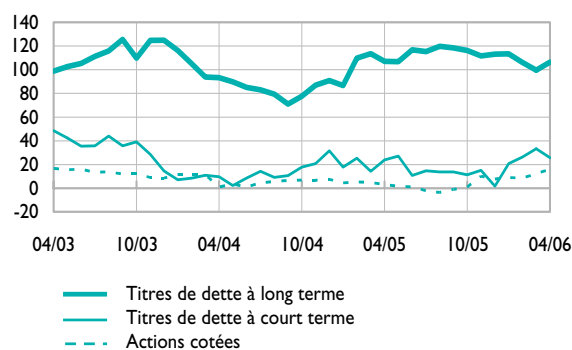
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	2005	2006
	déc.	déc.	avril	12 mois	avril	déc.	avril
Titres de dette émis par les résidents français							
Total	1 856,5	1 981,5	2 048,4	132,1	13,0	6,2	6,9
Titres de dette à long terme	1 505,8	1 627,6	1 647,4	106,4	-0,8	7,5	6,9
Administrations publiques	788,0	855,0	872,6	52,4	-6,9	8,4	6,4
Institutions financières monétaires (IFM)	421,9	477,5	489,6	58,0	8,2	11,4	13,4
Sociétés hors IFM	295,9	295,1	285,2	-4,0	-2,1	-0,4	-1,4
Titres de dette à court terme	350,7	353,9	401,0	25,7	13,8	0,5	6,8
Administrations publiques	101,3	96,2	86,1	-9,8	-2,3	-5,0	-10,2
Institutions financières monétaires (IFM)	213,6	218,0	270,3	40,0	13,8	1,5	17,3
Sociétés hors IFM	35,8	39,7	44,6	-4,5	2,3	10,1	-9,1
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	1 027,1	1 375,0	1 554,0	15,9	2,8	0,6	1,2

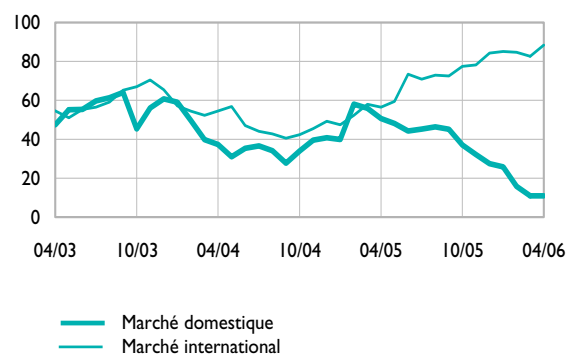
Émissions nettes de titres par les résidents français

(par nature de titres, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes de titres de dette à long terme par les résidents français

(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

Figure 36
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français

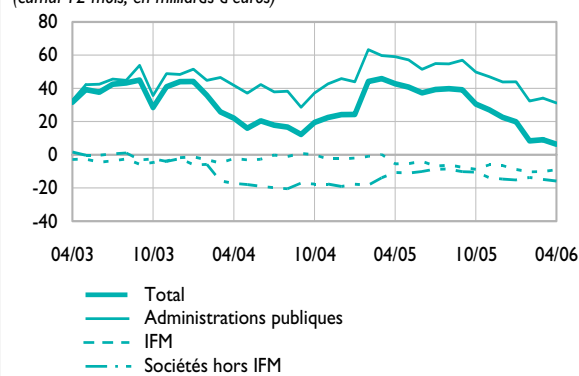
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	Cumul	2006
	déc.	déc.	avril	12 mois	avril	12 mois	avril
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	884,6	903,8	899,4	6,3	-18,5	83,4	5,4
Administrations publiques	592,4	635,4	645,3	31,2	-14,1	72,0	5,2
Institutions financières monétaires (IFM)	156,7	150,1	142,2	-9,1	-3,1	8,2	0,1
Sociétés hors IFM	135,4	118,3	111,9	-15,8	-1,3	3,2	0,2
Actions françaises cotées							
Total	1 027,1	1 375,0	1 554,0	15,9	2,8	31,8	2,8
Institutions financières monétaires (IFM)	130,1	160,8	193,7	3,0	0,0	7,0	0,0
Sociétés hors IFM	896,9	1 214,1	1 360,3	12,9	2,8	24,8	2,8

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

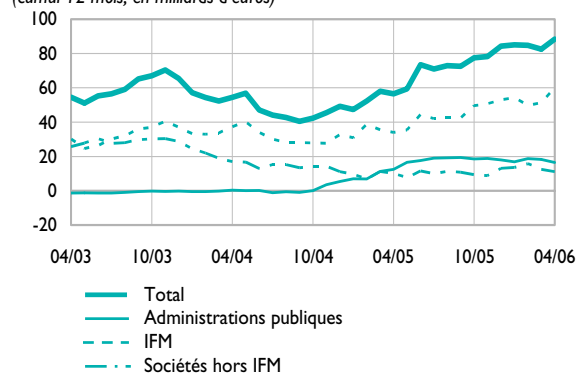
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes d'obligations

Autres places internationales

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les obligations, encours en valeur de marché pour les actions cotées

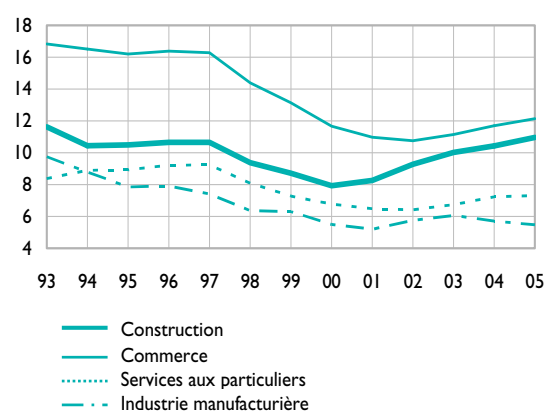
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005								2006			
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	153	146	123	83	141	120	147	134	131	131	142	127
Industrie	530	492	416	429	452	431	446	457	382	412	394	384
Agriculture et alimentaire	98	105	93	97	94	87	87	125	84	86	89	74
Biens de consommation	159	157	143	140	152	131	152	129	114	115	124	120
Automobile	3	7	4	1	6	5	4	6	7	3	3	4
Biens d'équipement	121	80	84	78	80	78	75	68	86	102	78	73
Biens intermédiaires	149	143	92	113	120	130	128	129	91	106	100	113
Construction	952	929	831	927	915	886	951	862	792	820	887	818
Commerce	1069	1056	1010	979	1010	935	1048	963	931	900	918	855
Transports	167	168	182	155	175	155	166	152	140	139	147	125
Activités immobilières	86	142	118	133	113	103	108	121	97	89	107	86
Services aux entreprises	538	547	490	528	523	508	516	477	512	507	508	465
Services aux particuliers	634	656	570	594	644	579	589	578	568	499	566	561

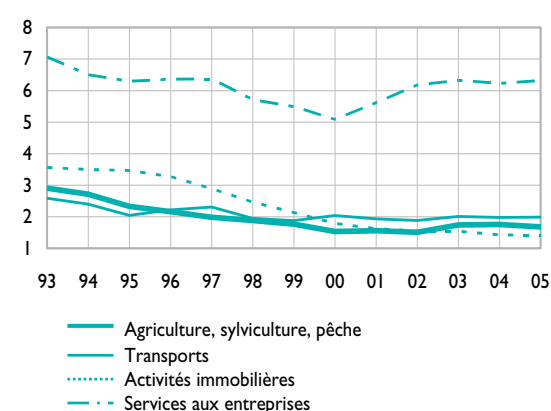
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



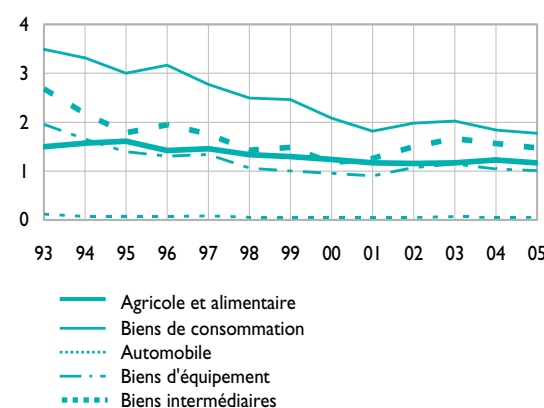
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

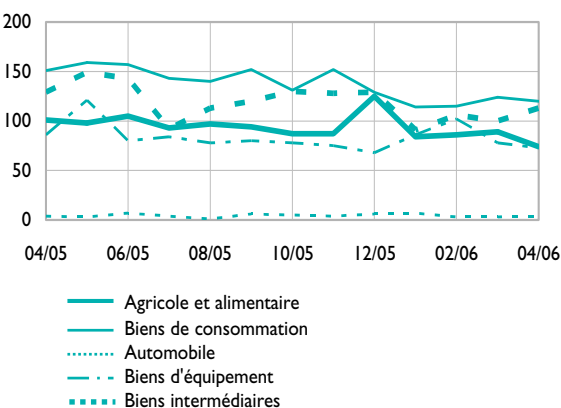


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.
Source : Banque de France

Réalisé le 19 juin 2006

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

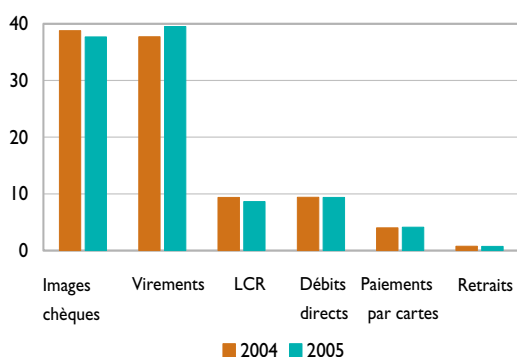
	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mars	avril	mai	Part
Images chèques	7 168	8 075	6 836	7 001	6 624	8 663	6 753	36,9
Virements	6 169	6 163	6 651	7 336	7 780	9 143	7 400	40,5
Virements	5 756	5 706	6 124	6 674	7 084	8 161	6 714	36,7
Télépaiements	413	457	527	662	696	983	687	3,8
LCR	1 710	1 661	1 652	1 601	1 665	1 839	1 325	7,2
Débets directs	1 608	1 619	1 658	1 738	1 719	2 102	1 820	10,0
Avis de prélèvement	1 446	1 453	1 495	1 580	1 619	1 980	1 668	9,1
TIP	162	165	164	157	100	122	152	0,8
Paiements par cartes	625	664	705	763	720	889	833	4,6
Retraits	141	137	133	135	127	153	146	0,8
Total	17 422	18 319	17 634	18 573	18 635	22 789	18 277	100,0

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mars	avril	mai	Part
Images chèques	13 688	13 597	13 013	12 634	11 608	13 552	12 196	25,6
Virements	6 374	6 600	6 705	6 973	7 397	8 126	6 659	14,0
Virements	6 368	6 593	6 695	6 956	7 383	8 101	6 629	13,9
Télépaiements	6	7	10	17	14	25	30	0,1
LCR	431	419	408	396	406	462	344	0,7
Débets directs	6 493	6 772	7 113	7 599	7 688	9 262	8 047	16,9
Avis de prélèvement	5 935	6 215	6 560	7 094	7 264	8 807	7 589	15,9
TIP	558	557	554	505	425	454	459	1,0
Paiements par cartes	13 614	14 355	15 159	16 311	15 402	18 824	17 701	37,2
Retraits	2 708	2 565	2 446	2 447	2 335	2 745	2 645	5,6
Total	43 308	44 307	44 845	46 360	44 837	52 970	47 591	100,0

Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)

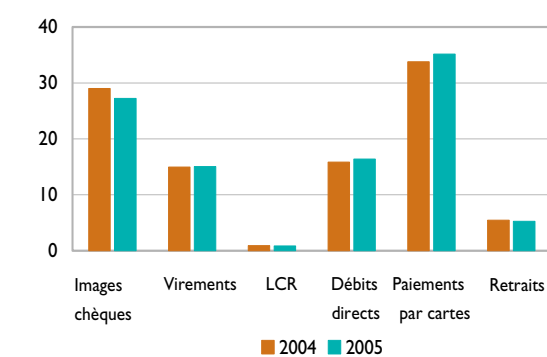


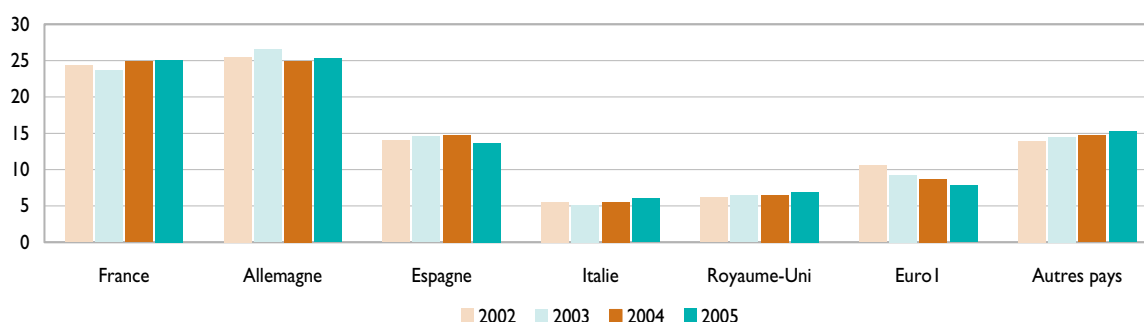
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					janv.	fév.	mars	Part
France	435	448	486	537	595	550	555	24,8
Target transfrontière	69	75	81	94	101	97	102	4,6
Target domestique (TBF)	287	302	338	382	432	403	397	17,8
Système net (PNS)	78	70	67	61	61	50	56	2,5
Allemagne (a)	489	504	488	541	572	559	577	25,9
Target transfrontière	129	141	143	161	177	176	185	8,3
Target domestique (ELS puis RTGS+)	360	364	345	380	396	383	392	17,6
Espagne	250	277	288	292	300	275	290	13,0
Target transfrontière	18	20	23	23	25	27	24	1,1
Target domestique (SLBE)	231	255	265	270	274	248	266	11,9
Système net (SEPI) (b)	1	1	1	-	-	-	-	-
Italie	99	97	108	444	137	143	138	6,2
Target transfrontière	34	33	32	40	44	44	44	2,0
Target domestique (BI-REL)	64	64	76	88	93	99	94	4,2
Royaume-Uni	111	122	127	315	153	164	163	7,3
Target transfrontière	85	93	101	113	117	126	123	5,5
Target domestique (Chaps Euro)	26	29	26	35	36	38	40	1,8
Euro I (c)	188	175	170	168	166	173	175	7,9
Autres pays	249	275	287	326	343	338	335	15,0
Total Union européenne (à 15)	1 821	1 899	1 955	2 140	2 265	2 202	2 233	100,0
Target transfrontière	485	537	564	644	685	682	696	31,2
Target domestique	1 066	1 113	1 150	1 266	1 351	1 295	1 304	58,4
Systèmes nets	269	249	240	231	229	225	233	10,4

Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Euro 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro 1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

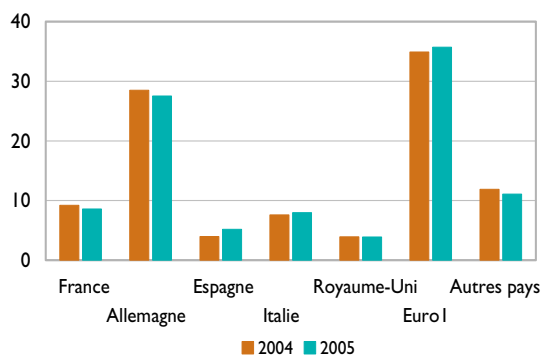
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					janv.	fév.	mars	Part
France	44 651	43 906	42 510	43 598	42 273	42 700	44 391	4,9
Target transfrontière	6 471	6 804	7 382	8 406	8 636	9 050	9 739	1,1
Target domestique (TBF)	8 490	8 353	8 069	8 488	7 955	7 850	8 957	1,0
Système net (PNS)	29 690	28 749	27 058	26 703	25 682	25 800	25 696	2,8
Allemagne (a)	125 075	128 596	131 502	139 746	132 500	139 300	145 957	16,0
Target transfrontière	16 855	18 027	19 232	19 613	18 000	19 250	20 565	2,3
Target domestique (ELS puis RTGS+)	108 220	110 569	112 270	120 133	114 500	120 050	125 391	13,8
Espagne	19 067	20 094	18 467	26 406	34 500	36 100	36 652	4,0
Target transfrontière	1 729	2 333	2 761	3 371	3 818	3 800	4 043	0,4
Target domestique (SLBE)	10 373	10 776	11 625	23 035	30 682	32 300	32 609	3,6
Système net (SEPI) (b)	6 965	6 984	4 081	-	-	-	-	-
Italie	37 698	36 957	35 066	40 563	32 955	39 750	43 217	4,7
Target transfrontière	6 173	6 741	7 274	7 711	7 318	8 150	8 478	0,9
Target domestique (BI-REL)	31 525	30 216	27 792	32 852	25 636	31 600	34 739	3,8
Royaume-Uni	14 369	16 835	18 124	19 852	19 500	20 750	21 870	2,4
Target transfrontière	9 549	11 388	12 803	14 051	14 136	15 300	16 087	1,8
Target domestique (Chaps Euro)	4 820	5 447	5 320	5 801	5 364	5 450	5 783	0,6
Euro I (c)	134 902	152 365	161 085	181 297	167 955	180 450	186 783	20,5
Autres pays	51 412	52 953	54 888	56 340	390 045	418 800	432 739	47,5
Total Union européenne (à 15)	427 173	451 706	461 641	507 801	819 727	877 850	911 609	100,0
Target transfrontière	53 859	59 816	65 035	69 082	67 136	71 550	75 565	8,3
Target domestique	199 157	201 392	202 193	228 387	221 045	237 050	247 826	27,2
Systèmes nets	174 145	190 490	194 409	210 324	195 636	208 300	214 609	23,5

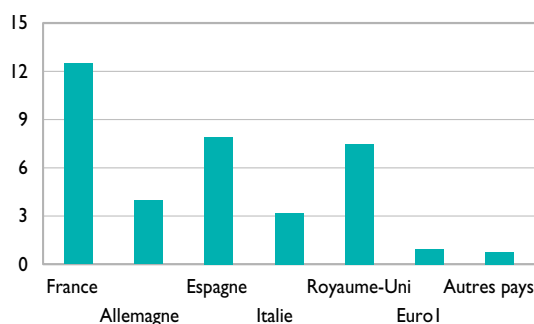
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en mars 2006

(en millions d'euros)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Euro I (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro I comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 16 juin 2006

Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

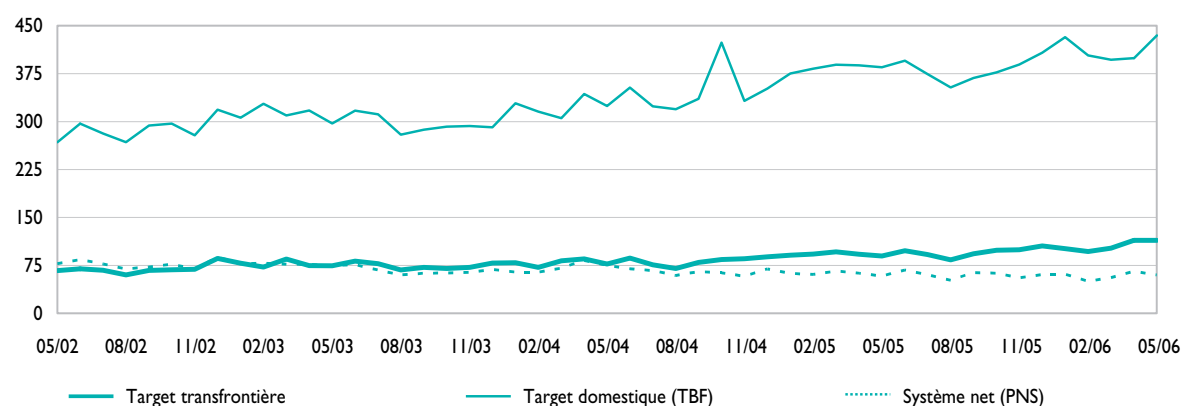
(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mars	avril	mai	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,7	10,8	12,3	14,6	13,3	13,0	13,9	35,7
Créances privées	8,4	7,0	6,4	6,3	6,5	7,2	7,8	20,1
Titres mobilisés via le CCBM	2,2	4,2	7,4	7,4	7,6	8,1	8,2	21,1
Autres titres étrangers (a)	3,5	3,3	4,6	5,6	9,6	9,3	9,0	23,1
Total	24,8	25,3	30,7	33,9	37,0	37,6	38,9	100,0

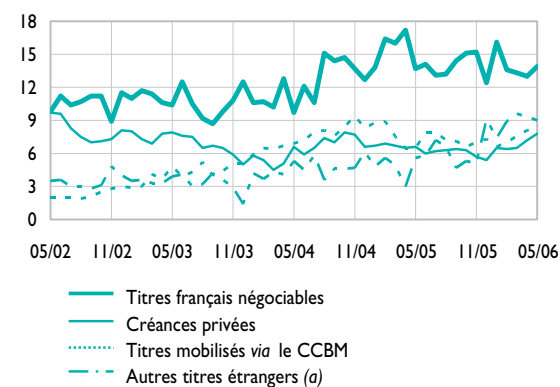
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

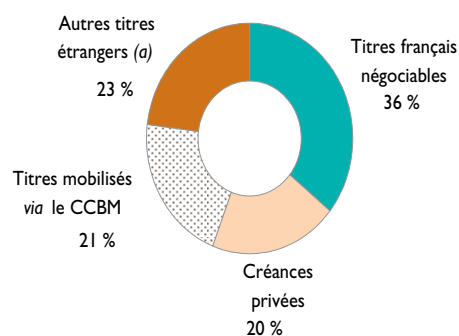


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en mai 2006



(a) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

Les **indicateurs de compétitivité** sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii*¹. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le **groupe de 22 pays** partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le **groupe de 46 pays** partenaires est constitué de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taïwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le **groupe de 56 pays** partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

I | 2 Balance des paiements

Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les **résidents français** et les **non-résidents**, au cours d'une période donnée.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle,

¹ Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf>)

c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement [en fonction du secteur économique auquel appartient le résident](#) impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- les [autorités monétaires](#), c'est-à-dire la Banque de France ;
- le [secteur des administrations publiques](#) (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le [secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale](#) (IFM), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches

substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

- les « [autres secteurs](#) », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le 5^e Manuel de la balance des paiements du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des [erreurs et omissions nettes](#) est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le [compte de transactions courantes](#) regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les [échanges de biens](#) sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les [échanges de services hors voyages](#) sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les [transports](#), éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les [services de communication](#), les [services de construction](#), les [services d'assurance](#), les [services financiers](#), les [services informatiques et d'information](#),

les [redevances et droits de licence](#), les [autres services aux entreprises](#), qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les [voyages](#) constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les [revenus](#) sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les [rémunérations des salariés](#) comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les [revenus des investissements](#) correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les [transferts courants](#) constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les [transferts courants des administrations publiques](#) comprennent notamment la coopération

internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les [transferts des autres secteurs](#) sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le [compte de capital](#) regroupe les transferts en capital — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur...).

Le [compte financier](#) est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la [définition de référence](#) détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

internationales (FMI, Eurostat, BCE), les **investissements directs** couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

- une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;
- des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison-mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

- les **investissements immobiliers et les opérations en capital social**, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

- les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les **investissements de portefeuille** comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1^{er} janvier 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée

Produits financiers dérivés, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les **autres investissements** sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêt, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du 5^e Manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêt), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les **encours d'investissements directs en valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours.

Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La **position-titres** (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des **investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs)**, les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les **investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements)** comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les **encours de produits dérivés** comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les **autres investissements** comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêt.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières

résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Instruments financiers

Les **dépôts à terme** comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les **pensions** représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les **instruments du marché monétaire** correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de **monétaires** tous les **actifs** financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale, sont incluses dans M3.

Les **crédits** incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « **toutes devises** ».

L'**endettement intérieur total** (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

BI-REL = Banca d'Italia Gross Settlement System

CCBM = Correspondent Central banking model

Chaps Euro = real-time gross settlement (RTGS) systems

EAF = Euro Access Frankfurt

ELS = Euro Link System

Euro 1 (ABE) = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

PNS = Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP)

POPS = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

RTGS = Real-time gross settlement system

SEPI = Servicio Español de Pagos Interbancarios

SLBE = Servicio de Liquidacion del Banco de España

STEP1 = Système de paiement des ordres au détail

Target = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés

TBF = Transfert Banque de France

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes

Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Statistiques de l'eurosystème (a)

Liens avec les rubriques statistiques des sites
des banques centrales du SEBC

(a) La rubrique « statistiques de l'eurosystème » a été récemment ouverte sur le site internet. Elle comprend plusieurs tableaux de données européennes avec leurs ventilations nationales, simultanément mis à jour et publiés, par la BCE et les banques centrales nationales, sur leurs sites.

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/stat_mone/stat_mone.htm

- Statistiques monétaires mensuelles (zone euro/France)
- Statistiques monétaires trimestrielles (créances et engagements des IFM françaises, dépôts et crédits par agents, réseaux et produits des établissements de crédit français, ventilation de l'actif net des OPCVM non monétaires français)

Enquête de conjoncture

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/conjonc/conjonc.htm

- Enquête mensuelle de commerce de détail
- Enquête mensuelle dans l'industrie
- Enquête financière trimestrielle auprès des établissements de crédit

Balance des paiements

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/balance.htm

- Données mensuelles (brutes : balance simplifiée, balance détaillée, cvs-cjo : compte de transactions courantes)
- Données trimestrielles (brutes, cvs-cjo : compte de transactions courantes)
- Données annuelles (brutes, complément : 1946-2003)

Position extérieure

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/bdppaf/bdppaf.htm

- Position extérieure globale (période 1994-2004)
- Stocks d'investissements directs (ventilation géographique et sectorielle depuis 1994)
- Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique depuis 1999)

Activité financière internationale

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/activfin/activfin.htm

- Change à terme des banques résidentes
- Options de change des banques résidentes
- Créances internationales consolidées des banques françaises
- Arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie
- Arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

Comptes nationaux financiers

(Méthodologie, consultation des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm

- Séries longues

Comptes nationaux financiers trimestriels

(Méthodologie, consultation des séries)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_fr.htm

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon.htm

Abréviations

| Organismes et institutions

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BIT	Bureau international du travail
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext	Bourse paneuropéenne, née en 2000
FMI	Fonds monétaire international
Eurostat	Office statistique de l'Union européenne
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques

| Indices

CAC 40	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
DAX	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES	Indice américain
Eonia	<i>Euro over night index average</i>
EUROSTOXX 50	Indice boursier de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indicels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI	Indice japonais
NM	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
SBF 120	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
SBF 250	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
SP 500 ou Standard and Poor's 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>)

| Pays

AT	Autriche
AU	Australie
BE	Belgique
CA	Canada
CY	Chypre
CZ	République tchèque
DE	Allemagne
EE	Estonie
ES	Espagne
FI	Finlande
FR	France
GB	Royaume-Uni
GR	Grèce
HU	Hongrie
IE	Irlande
IT	Italie
JP	Japon
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
PL	Pologne
PT	Portugal
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

| Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APU	Administrations publiques
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF-FAB	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
CDO	Obligation sur dette collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>

CEL	Compte épargne-logement
Cjo	Données corrigées des jours ouvrés
CODEVI	Compte pour le développement industriel
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	<i>Euro medium term notes</i>
FBCF	Formation brute de capital fixe
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
IDE	Investissements directs à l'étranger
ISBLM	Institution sans but lucratif au service des ménages
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR	Lettre de change relevé
NES I 6	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
PEL	Plan d'épargne logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
UE 15	Union économique à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
UE 25	Union économique à vingt-cinq pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie, Suède)
UEM	Union économique et monétaire
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>

Documents publiés

Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004

Exercice 2004, juin 2005

Exercice 2005, mai 2006

Études parues dans le *Bulletin de la Banque de France* depuis le 1^{er} janvier 2004

Année 2004

« L'effet de la diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) sur la productivité par employé en France », n° 121, janvier

« Productivité du travail des grands pays industrialisés : la fin du rattrapage des États-Unis ? », n° 121, janvier

« Les ruptures de tendance de la productivité par employé de quelques grands pays industrialisés », n° 121, janvier

« Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 121, janvier

« Indicateurs de productivité », n° 121, janvier

« Le coût du crédit aux entreprises », n° 121, janvier

« Comment mesurer l'effet Balassa-Samuelson dans les pays d'Europe centrale et orientale ? », n° 122, février

« Les comptes extérieurs des dix nouveaux pays adhérents à l'Union européenne », n° 122, février

« Le « paradoxe de la crédibilité » en question », n° 122, février

« Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ? », n° 122, février

« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 2003 », n° 122, février

« Enquête financière – Quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les placements en valeurs mobilières au troisième trimestre 2003 », n° 122, février

« Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2003 », n° 122, février

« Le concept d'attractivité en Union monétaire », n° 123, mars

« L'attractivité des places financières », n° 123, mars

« L'attraction des investissements directs et des filiales étrangères dans la globalisation », n° 123, mars

« L'attractivité de la France au travers d'une sélection d'indicateurs », n° 123, mars

« La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », n° 124, avril

« Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne », n° 124, avril

« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2003 », n° 124, avril

« Les normes financières et comptables et la gouvernance d'entreprise », n° 125, mai

« Les comptes financiers de la Nation en 2003 : désendettement des entreprises et croissance de la dette publique », n° 125, mai

« Une détention internationale des titres européens plus centrée sur l'Europe », n° 125, mai

« Enquête financière – Premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Structure du bilan des institutions financières monétaires en France et dans la zone euro », n° 125, mai

« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

NB : Ces documents sont disponibles sur le site internet www.banque-france.fr.

- « La balance des paiements de la France en 2003 », n° 126, juin
- « La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger », n° 126, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003 », n° 126, juin
- « Écarts de productivité entre l'Europe et les États-Unis », n° 126, juin

- « La persistance de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 127, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2003 », n° 127, juillet
- « Premier éclairage sur les PME de l'industrie française en 2003 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 127, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 127, juillet
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au premier trimestre 2004 », n° 127, juillet

- « Les mesures budgétaires exceptionnelles », n° 128, août
- « L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », n° 128, août
- « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2003 », n° 128, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2004 », n° 128, août
- « Les marchés mondiaux de matières premières en juin 2004 », n° 128, août

- « L'euro, cinq ans après : réalisations et nouveaux défis », n° 129, septembre
- « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », n° 129, septembre
- « La situation des entreprises industrielles françaises – Bilan 2003 », n° 129, septembre
- « Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004 », n° 129, septembre

- « Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages français ? », n° 130, octobre
- « Principaux résultats pour la France de l'enquête triennale BRI changes-dérivés de gré à gré d'avril 2004 », n° 130, octobre
- « Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2004 », n° 130, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 130, octobre

- « L'activité sur les marchés de change et de produits dérivés de gré à gré sur la place de Paris en avril 2004 », n° 131, novembre
- « Enquête financière – Troisième trimestre 2004 », n° 131, novembre
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2004 », n° 131, novembre

- « La délocalisation », n° 132, décembre
- « Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ? », n° 132, décembre
- « Les résultats des établissements de crédit en 2003 et au premier semestre 2004 », n° 132, décembre
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2003 », n° 132, décembre
- « Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2004 », n° 132, décembre

Année 2005

- « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier
- « Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier
- « Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier
- « Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier

- « Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février
- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février

- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
- « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
- « Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février

- « Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
- « Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars

- « Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
- « L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril

- « Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
- « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
- « Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
- « Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai

- « La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
- « La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
- « Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
- « Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
- « Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin

- « Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
- « Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
- « Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet

- « Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
- « L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
- « Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août

- « Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
- « La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
- « Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
- « La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre

« La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, octobre
« Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », n° 142, octobre
« Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005 », n° 142, octobre
« Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004 », n° 142, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 142, octobre
« La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », n° 142, octobre

« L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale », n° 143, novembre
« Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? », n° 143, novembre
« Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », n° 143, novembre
« Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 », n° 143, novembre

« L'endettement des ménages – Comparaisons européennes », n° 144, décembre
« L'endettement des ménages européens à fin 2004 », n° 144, décembre
« L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro », n° 144, décembre
« Target 2 : du concept à la réalité », n° 144, décembre
« Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, décembre
« Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », n° 144, décembre

Année 2006

« Allocution introductive au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Remarques conclusives au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème », n° 145, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 145, janvier
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », n° 145, janvier

« Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », n° 146, février
« Parts de marché et spécialisation commerciale de l'Allemagne, de la France et de l'Italie », n° 146, février
« Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », n° 146, février

« La marche vers l'Europe des moyens de paiement scripturaux : le projet SEPA », n° 147, mars
« Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », n° 147, mars
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2005 », n° 147, mars

« La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », n° 148, avril
« La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », n° 148, avril
« La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce », n° 148, avril
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 148, avril

« La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », n° 149, mai
« Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises », n° 149, mai
« La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », n° 149, mai
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 », n° 149, mai

Études et recherches de l'Observatoire des entreprises

- « La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
- « Modélisation des corrélations de risques de crédit *via* une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire »
- « La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
- « Les incidents de paiement sur effet de commerce »
- « Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
- « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
- « La structure par termes des taux de défauts et ratings – Octobre 2003 »
- « Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »
- « Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
- « Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
- « Multibancarité »
- « La durée d'utilisation des équipements : principaux résultats 1989-2000 »
- « Développements récents de la méthode des scores Banque de France »
- « Détection précoce du risque de défaillance dans le secteur hôtels-restaurants »
- « Mode de financement des entreprises allemandes et françaises »
- « Les entreprises industrielles françaises et espagnoles »
- « La durée d'utilisation des équipements »

Études parues dans la *Revue de la stabilité financière* depuis l'origine

- « Eurosysteme, zone euro et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière » n° 1, novembre 2002
- « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », n° 1, novembre 2002
- « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Infrastructures post-marché et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Le système CLS : une réponse au risque de règlement dans les opérations de change », n° 1, novembre 2002
- « Codes et standards internationaux : enjeux et priorités pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « La volatilité boursière : des constats empiriques aux difficultés d'interprétation », n° 2, juin 2003
- « Vers un « continuum de marché » ? Modèles structurels et interactions entre marchés de crédit et d'actions », n° 2, juin 2003
- « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux », n° 2, juin 2003
- « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », n° 2, juin 2003
- « Normalisation comptable internationale et stabilisation financière », n° 2, juin 2003
- « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », n° 2, juin 2003
- « Stabilité financière et nouvel accord de Bâle », n° 3, novembre 2003
- « Les fluctuations des prix d'actifs font-elles peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ? », n° 3, novembre 2003
- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 3, novembre 2003
- « Les défis de la gestion alternative », n° 3, novembre 2003
- « La protection des systèmes nets de paiement et de titres à règlement différé : les exemples du SIT et de Relit », n° 3, novembre 2003
- « Vulnérabilités et surveillance du système financier international », n° 3, novembre 2003

« L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », n° 4, juin 2004
« Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », n° 4, juin 2004
« Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », n° 4, juin 2004
« Interdépendance des marchés d'actions : analyse de la relation entre les indices boursiers américain et européens », n° 4, juin 2004
« *Goodwill*, structures de bilan et normes comptables », n° 4, juin 2004

« Bilan des "stress tests" menés sur le système bancaire français », n° 5, novembre 2004
« Assurance et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
« La surveillance des moyens de paiement scripturaux : objectifs et modalités de mise en œuvre », n° 5, novembre 2004
« La robustesse des infrastructures post-marché et des systèmes de paiement », n° 5, novembre 2004
« Gestion du risque de crédit et stabilité financière », n° 5, novembre 2004

« Le marché des CDO : Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », n° 6, juin 2005
« Soutenabilité de la dette publique et crise des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », n° 6, juin 2005
« Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français », n° 6, juin 2005
« La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension », n° 6, juin 2005
« Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement », n° 6, juin 2005

« Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière », n° 7, novembre 2005
« Capital réglementaire et capital économique », n° 7, novembre 2005
« Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières », n° 7, novembre 2005
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 7, novembre 2005
« (Re)structuration des dettes souveraines. Où en est-on ? », n° 7, novembre 2005

« Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation », n° 8, mai 2006
« La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », n° 8, mai 2006
« Productivité et prix des actifs boursiers », n° 8, mai 2006
« Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par les capitaux propres nets en risque – ou *net worth at risk* », n° 8, mai 2006
« Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie », n° 8, mai 2006
« Les implications de la globalisation pour la stabilité financière », n° 8, mai 2006

Les notes d'études et de recherche

"Evaluating the fit of sticky price models", n° 104, 2004
"Incorporating labour market frictions into an optimising-based monetary policy model", n° 105, 2004
« MASCOTTE : modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture trimestrielle », n° 106, 2004
"The 'Bank' Bias: segmentation of French fund families", n° 107, 2004
"Optimal portfolio allocation under higher moments", n° 108, 2004
« Stabilité des prix et stratégie de politique monétaire unique », n° 109, 2004
« Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 110, 2004
"The breaks in per capita productivity trends in a number of industrial countries", n° 111, 2004
"ICT diffusion and potential output growth", n° 112, 2004
"Price rigidity. Evidence from the French CPI macro-data", n° 113, 2004
"Inflation and the markup in the euro area", n° 114, 2004
"A time-varying natural rate for the euro area", n° 115, 2004

- "Investment in information and communication technologies: an empirical analysis"*, n° 116, 2004
« Règle de Taylor et politique monétaire dans la zone euro », n° 117, 2004
"Partial indexation, trend inflation, and the hybrid Phillips curve", n° 118, 2004
« Régime de retraite et chute de la natalité : évolution des mœurs ou arbitrage micro-économique ? », n° 119, 2004
"Price setting in France: new evidence from survey data", n° 120, 2004
"Interactions between business cycles, stock market cycles and interest rates: the stylised facts" n° 121, 2005
"Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI", n° 122, 2005
"Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the US economy", n° 123, 2005
"Technology shock and employment: do we really need DSGE models with a fall in hours?", n° 124, 2005
"Can the Kydland-Prescott model pass the Cogley-Nason test?", n° 125, 2005
"Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the euro area", n° 126, 2005
"Central bank reputation in a forward-looking model", n° 127, 2005
« Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », n° 128, 2005
« La modélisation macroéconomique dynamique », n° 129, 2005
"Opportunity costs of having a child, financial constraints and fertility", n° 130, 2005
« Excès de liquidité monétaire et prix des actifs », n° 131, 2005
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 132, 2005
"A comparison of structural productivity levels in the major industrialised countries", n° 133, 2005
"The Fed and the question of financial stability: an empirical investigation", n° 134, 2005
« La formation des prix par les firmes au sein de la zone euro : résultats d'enquêtes », n° 135, 2005
« Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la consommation », n° 136, 2005
« L'hétérogénéité du degré de rigidité des prix : les enseignements d'une analyse microéconométrique », n° 137, 2005
« La rigidité des prix dans la zone euro : une synthèse de résultats empiriques récents sur données individuelles », n° 138, 2005
« Illiquidité, développement financier et la relation en croissance et volatilité », n° 139, 2006
"Is the inflation-output Nexus asymmetric in the Euro area?", n° 140, 2006
"Optimal monetary policy in an estimated DSGE model of the Euro area with cross-country heterogeneity", n° 141, 2006
« La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, 2006
« Les anomalies de la structure par terme des taux d'intérêt : prime de terme ou effet 'Peso' », n° 143, 2006
"Are business and credit cycles converging or diverging? A comparison of Poland, Hungary, the Czech Republic and the Euro area", n° 144, 2006

Débats économiques

- "Global imbalances, saving glut and investment strike"*, Occasional paper n° 1, 2006

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 90 (juin 2006)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris ¹) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

Textes officiels de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Banque de France

DR n° 2182 du 18 mai 2006

- Indemnités diverses

DR n° 2183 du 19 mai 2006

- Mesures d'accompagnement de la mobilité
- Plans de sauvegarde de l'emploi

DR n° 2184 du 19 mai 2006

- Règlements des concours pour l'emploi d'adjoint de direction, de rédacteur et rédacteur informaticien, de secrétaire comptable et de secrétaire comptable réservé aux travailleurs handicapés et assimilés

DR n° 2185 du 19 mai 2006

- Règlement pour le recrutement du personnel stagiaire et auxiliaire
- Règlements des concours pour l'emploi d'adjoint de direction, de rédacteur et rédacteur informaticien, de secrétaire comptable et de secrétaire comptable réservé aux travailleurs handicapés et assimilés

Liste des opérateurs signataires d'une Convention relative au traitement automatique des monnaies métalliques en euros susceptibles d'être versées à la Banque de France ou à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit

- en mars 2006
- au premier trimestre 2006

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement

- en mars 2006

Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement habilités à exercer en France

- au premier trimestre 2006

Commission bancaire

Accord entre la Commission bancaire et la Commission de contrôle financier de Taïwan, République de Chine, concernant la coopération réciproque et l'échange d'informations pour le contrôle bancaire et prudentiel

¹ Heures d'ouverture : 9 h 30-16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40
Les demandes d'abonnement à la publication, fournies gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.

**| Textes divers concernant la monnaie,
l'épargne, le crédit et le change**

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels

Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels indexés

Coupon – abonnement

☐ **Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement : _____
Prénom : _____ Nom : _____
Société : _____ Fonction : _____
Adresse : _____
Code postal : _____ Ville : _____
Pays : _____

☐ **Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :**

Numéro d'abonnement : _____
Prénom : _____ Nom : _____

☐ **Je souhaite m'abonner au *Bulletin de la Banque de France* :**

Prénom : _____	Nom : _____
<input type="checkbox"/> Particulier	<input type="checkbox"/> Professionnel
Adresse : _____	Fonction : _____
_____	Société : _____
Code postal : _____	Activité : _____
Ville : _____	Adresse : _____
Pays : _____	_____
	Code postal : _____
	Ville : _____
	Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnement.publication@banque-france.fr)
ou courrier postal à :

BANQUE DE FRANCE
Service des Publications économiques et du Site internet
Code courrier 43-1396
75049 PARIS CEDEX 01
France



Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

Comité éditorial

Michel Cardona
Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ, DIRCOM, DSGSB, DAMEP, DE

Pour joindre votre correspondant,
composez le 01 42 92 suivi des quatre chiffres indiqués

Rédacteur en chef

Jean-Yves Greuet 29 27

Ont contribué au présent numéro :

Actualité (par sections)

Situation économique de la France (DAMEP-DIAGCONJ) 29 39
Zone euro et environnement international (DAMEP-SEMSI) 29 38
Compétitivité de l'économie française (DAMEP-SEMSI) 34 73
La balance des paiements (DBDP) 32 82
La monnaie, les placements et les financements (DESM-SICOS/DBDP-SERIB) 28 08/59 96
Les marchés de capitaux (DOM-SAM/MOPM) 41 59/28 07

Articles

Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés 28 79
Les grands traits de la balance des paiements et de la position extérieure 51 93/32 92
• La balance des paiements de la France en 2005 51 93/52 20
• La position extérieure de la France à fin 2005 97 80/32 83
Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2005 49 43

Statistiques

DESM (BSME) 38 90

Secrétaire de rédaction

Pascale Boreau

Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Angélique Donnet, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, François Lécuyer, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement

Banque de France
07-1050 Service des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01
Tél. : 01 42 92 39 08
Fax : 01 42 92 39 40

Impression

NAVIS Imprimeur Conseil

Internet

www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm

Rédacteur en chef :

Jean-Yves GREUET
Chef du service
des Publications économiques et du
Site internet de la Banque de France
Tél. : 01 42 92 29 27

Directeur de la publication :

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur général des Études
et des Relations internationales
de la Banque de France

Navis Imprimeur Conseil
N° imprimeur : 3482
Dépôt légal : Juin 2006

